

Pk-yritysten kasvun, kannattavuuden ja taloudellisen aseman kehittyminen ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen

Matti Kivilammi

Opinnäytetyö

Joulukuu 2016

Yhteiskuntatieteiden, liiketalouden ja hallinnon ala

Tradenomi (YAMK), Yrittäjyyden ja liiketoimintaosaamisen
tutkinto-ohjelma

Tekijä Kivilammi, Matti	Julkaisun laji Opinnäytetyö, YAMK	Päivämäärä Joulukuu 2016
	Sivumäärä 93	Julkaisun kieli Suomi
		Verkkojulkaisulupa myönnetty: x
Työn nimi Pk-yritysten kasvun, kannattavuuden ja taloudellisen aseman kehittyminen ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen		
Tutkinto-ohjelma Yrittäjyyden ja liiketoimintaosaamisen tutkinto-ohjelma		
Työn ohjaajat Anne Mäntysaari		
Toimeksiantaja Finnvera Oyj		
<p>Tiivistelmä</p> <p>Suomessa on seuraavien kymmenen vuoden aikana tulossa myyntiin arviolta noin 30 000 pk-yritystä. Omistajanvaihdoksen toteutuminen voidaan nähdä tärkeänä osana pk-yrityksen liiketoiminnan uudistumista. Kansantaloudellisesta näkökulmasta on tärkeää, että jokaiselle kannattavalle liiketoiminnalle löydetään jatkaja. Omistajanvaihdoksen läpi käyneiden yritysten taloudellisen suorituskyvyn kehittymisestä on kuitenkin, aiheen ajankohtaisuudesta huolimatta, hyvin vähän tutkimustietoa saatavilla.</p> <p>Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää yrityskaupan kohteina olleiden yritysten taloudellisen suorituskyvyn kehittymistä ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen. Tutkittava yritysjoukko käsitti 169, vuosina 2010 ja 2011 ostettua, pk-yritystä. Suorituskyvyn mittareina käytettiin tilinpäätöstietoihin pohjautuvia tunnuslukuja. Tutkittava aikajakso kattoi yrityskauppaa edeltävän vuoden, yrityskauppavuoden ja kolme yrityskaupan jälkeistä vuotta. Tutkimukseen kerätyt tiedot analysoitiin tilastollisilla menetelmillä, mikä mahdollisti yritysten tunnusluvuissa tapahtuneiden muutosten tarkastelemisen.</p> <p>Tutkimuksen tulokset osoittavat, että pk-yritykset kykenevät kasvattamaan liiketoimintaansa omistajanvaihdoksen jälkeen, mutta kannattavuuden, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden ylläpitämisessä on haasteita. Ostettujen yritysten kehityksessä on havaittavissa merkittäviä eroja yrityksen ostajatyypin mukaan.</p> <p>Tulosten pohjalta voidaan päätellä, että varovaisuus omistajanvaihdosten jälkeistä kehitystä ennustettaessa on tarpeen, jotta omistajanvaihdokseen tarvittavat resurssit pystytään mitoittamaan riittävälle tasolle.</p>		
Avainsanat (asiasanat) Yrityskauppa, Omistajanvaihdos, Tunnuslukuanalyysi, Pk-yritys		
Muut tiedot		

Author Kivilammi, Matti	Type of publication Master's thesis	Date December 2016
	Number of pages 93	Language of publication: Finnish
		Permission for web publication: x
Title of publication The developments in SMEs growth, profitability and financial situation before and after acquisition		
Degree programme Master of Business Administration, Entrepreneurship and Business Competence		
Supervisors Anne Mäntysaari		
Assigned by Finnvera Plc		
<p>Description</p> <p>It is estimated that in Finland there will be approximately 30 000 SMEs for sale in the next ten years. The implementation of a business transfer can be seen as an important part of the renewal of the SMEs' business operations. From the economic point of view, it is important that successors can be found for every profitable business on sale. Despite the relevance of the topic, there seems to be a lack of studies considering the financial performance of SMEs that have been acquired.</p> <p>The purpose of the study was to investigate the changes in the financial performance of acquired SMEs before and after acquisition. The target group consisted of 169 SMEs acquired in the years 2010 and 2011. The target group's financial performance was measured by using key indicators based on their financial statements. The period examined consisted of one year before acquisition, the acquisition year and three years after acquisition. The collected data was analysed by using statistical methods that enabled to observe the changes shown by the target group's financial key indicators.</p> <p>According to the results of the study, the acquired SMEs were able to grow their businesses after acquisition but there were also challenges in maintaining profitability, liquidity and solvency. There also seemed to be remarkable variation in the financial performance of the target companies depending on the profile of the acquirer.</p> <p>Based to the results, it can be concluded that caution is necessary when forecasting the post-acquisition performance so that the resources needed for the acquisition can be planned to match a sufficient level.</p>		
Keywords (subjects) Acquisition, Financial ratio analysis, Small and medium-sized enterprises (SMEs)		
Miscellaneous		

Sisältö

1 Johdanto	4
1.1 Tutkimuksen taustaa	4
1.2 Tutkimuksen tavoitteet	6
1.3 Tutkimuksen rajaukset	8
1.4 Keskeisten käsitteiden määrittely	9
2 Yrityksen talous ja yrityskaupat	13
2.1 Yrityksen taloudellinen informaatio ja sen hyödyntäminen	13
2.2 Yrityksen talouden perusta	19
2.3 Yrityskauppojen onnistuminen aiemman tutkimustiedon valossa	23
3 Aineisto, tutkimusmenetelmät ja valitut tilinpäätösmuuttujat	31
3.1 Tutkimusaineiston kerääminen	31
3.2 Tutkittavien yritysten taustatiedot	33
3.3 Tilastolliset menetelmät	37
3.4 Tutkimukseen valitut tilinpäätösmuuttujat	38
4 Ostokohteen kasvu, kannattavuus ja taloudellinen asema ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen	44
4.1 Ostokohteen tunnusluvut ja niiden kehittyminen ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen	44
4.2 Ostokohteen tunnusluvut ja niiden kehittyminen ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen ostajatyypeittäin	55
5 Yhteenveto tuloksista ja pohdinta	65
5.1 Yhteenveto tuloksista	65
5.2 Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti	69
5.3 Pohdinta	71

5.4 Jatkotutkimusehdotuksia	75
Lähteet.....	76
Liitteet	
Liite 1. Tunnuslukutaulukko ostajatyypeittäin.....	80
Kuviot.....	
Kuvio 1. Toimitila-, kone- ja laiteinvestointien yleisyys, prosenttia yrityksistä	5
Kuvio 2. Yrityksen taloudellisen informaation jalostaminen ja hyödyntäminen ..	18
Kuvio 3. Yrityksen talouden perusta	19
Kuvio 4. Yrityksen tyypillinen epäonnistumis- ja onnistumiskierre	20
Taulukot.....	
Taulukko 1. Ostokohteen maakunta.....	34
Taulukko 2. Ostajatyypit	35
Taulukko 3. Ostokohteiden kokoluokka yrityskauppavuonna.....	36
Taulukko 4. Ostokohteiden liikevaihto yrityskauppavuonna ostajatyypeittäin ...	36
Taulukko 5. Ostokohteiden toiminnan laajuus ja kasvu	47
Taulukko 6. Ostokohteiden kannattavuus	50
Taulukko 7. Ostokohteiden vakavaraisuus	52
Taulukko 8. Ostokohteiden maksuvalmius	54
Taulukko 9. Ostokohteiden riskipisteytykset.....	55
Taulukko 10. Ostokohteen toiminnan laajuuden ja kasvun kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä	58
Taulukko 11. Ostokohteen kannattavuuden kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä.....	60
Taulukko 12. Ostokohteen vakavaraisuuden kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä.....	62
Taulukko 13. Ostokohteen maksuvalmiuden kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä.....	63

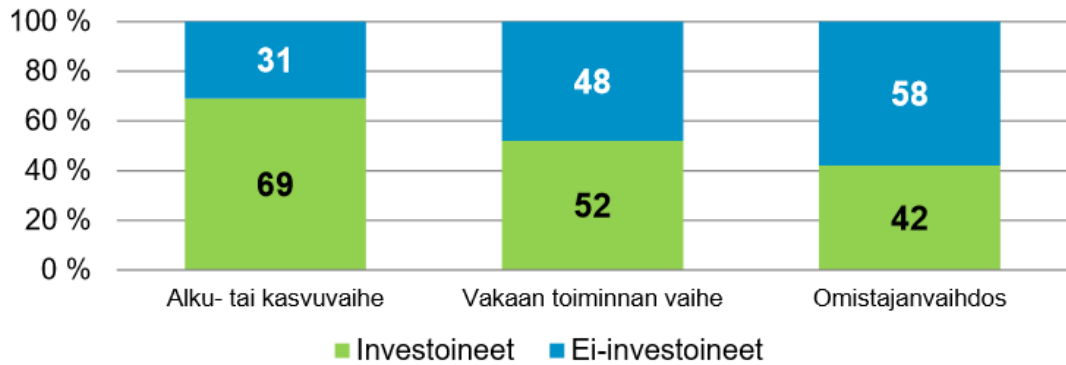
Taulukko 14. Ostokohteen riskitason kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä	64
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen taustaa

Vuonna 2015 julkaistun valtakunnallisen omistajanvaihdosbarometrin (Varamäki, Tall, Joensuu & Katajavirta 2015, 99- 100) mukaan yli 55-vuotiaista yrittäjistä 39 prosenttia suunnittelee yritystoimintansa myymistä eläkkeelle jäämisen yhteydessä ja alle 55-vuotiaista yrittäjistä jopa 30 prosenttia on kiinnostunut oman yrityksen tai sen liiketoiminnan myymisestä. Vastaavasti alle 55-vuotiaista yrittäjistä lähes neljäsosa oli kiinnostunut ostamaan uuden yrityksen tai uutta liiketoimintaa. Yli 55-vuotiaiden yrittäjien kiinnostus uuden liiketoiminnan ostamiseen oli vähäisempää. Barometrissa esitetyn arvion mukaan Suomessa on tulossa myyntiin seuraavien 10 vuoden aikana noin 30 000 yritystä, eli tasaisesti 10 vuodelle jaettuna noin 3 000 yritystä vuosittain. Kymmenen vuoden aikavälillä tullaan toteuttamaan arviolta noin 18 000 sukupolvenvaihdosta ja jopa noin 21 000 yritystä joudutaan lopettamaan yrittäjän ikääntymisen vuoksi. (Mts. 99- 100, 107- 108.)

Pk-sektorin yritysten elinvoimaisuuden kannalta voidaan pitää hyvin oleellisena sitä, että kannattavalle yritystoiminnalle löytyy jatkaja edellisen omistajan päätyessä luopumaan yrityksen liiketoiminnasta. Jatkajan löytyminen hyvissä ajoin on tärkeää yritystoiminnan kasvua ja kehittymistä ajatellen, sillä monesti luopumistilanteen lähestyessä yrittäjien kasvutavoitteet vähenevät ja markkina-aseman säilyttämistavoite korostuu liikaa. Yritysten toteuttamien investointien määrässä on huomattavissa selkää laskua omistajanvaihdosten lähestyessä. (ks. kuvio 1.; Elinkeinoelämän Keskusliitto 2015, 4.)



Kuvio 1. Toimitila-, kone- ja laiteinvestointien yleisyys, prosenttia yrityksistä. (Elinkeinoelämän Keskusliitto 2015, 5.)

Omistajanvaihdoksiin liittyvä yleinen keskustelu kytkeytyy monesti yrittäjien ikääntymiseen ja eläköitymiseen liittyviin ongelmiin. Omistajanvaihdos kuitenkin monesti mahdollistaa myös yritystoiminnan uudistumisen, sillä uuden omistajan tuomat resurssit ja kasvatavoitteet luovat otollisen pohjan liiketoiminnan kehittymiselle ja kasvulle (Elinkeinoelämän keskusliitto 2014, 3). Omistajanvaihdokset tulisikin nähdä yhä enemmän osana yrittäjyyden ja kasvuyrittäjyyden edistämistä sekä osana elinkeinoelämän dynamiikan kehittymistä. Yritysten omistajanvaihdoksilla on todettu olevan merkittävä myönteinen vaikutus kansantalouteen. Hollantilaisten yritysten omistuksenvaihdoksia käsitelleen tutkimuksen (Meijaard 2005, 19) mukaan omistajanvaihdosten työllisyysvaikutukset ovat kolme kertaa suurempia kuin perustettujen yritysten vastaavat vaikutukset työllisyyteen. Saman tutkimuksen mukaan yritysten lopettamisten myötä menetetään enemmän työpaikkoja kuin perustettujen yritysten avulla saavutetaan.

Yrityskauppojen ja omistajanvaihdosten onnistumista käsitteleviä tutkimuksia on tehty runsaasti erilaisia mittareita apuna käyttäen. Omistajanvaihdoksen vaikutuksista pk-yritysten kannattavuuteen, kasvuun ja taloudellisen aseman kehittymiseen on vielä melko vähän tutkimustietoa tarjolla, ja tutkimuksista vain pienessä osassa on

hyödynnetty mittareina yritysten tilinpäätöstietoihin pohjautuvia tunnuslukuja. Kotimaisen tutkimuksen vähäisyyden selittänee kattavan julkisen yrityskaupparekisterin puuttuminen, minkä vuoksi yrityskauppa- ja omistajanvaihdostietojen kerääminen on hankalaa. Kansainvälinen tutkimus puolestaan pohjautuu usein osakekurssien liikkeisiin jättäen huomioimatta muutokset yritysten kannattavuudessa ja taloudellisessa asemassa. Myös kansainvälisessä tutkimuksessa haasteeksi on useimmiten noussut riittävän ja luotettavan datan kerääminen.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet

Opinnäytetyön tavoitteena on tutkia pk-yritysten kasvun, kannattavuuden ja taloudellisen aseman kehittymistä ennen ja jälkeen omistajanvaihdoksen. Tutkimukseen valittu tarkasteluperiodi on viiden vuoden mittainen. Tutkimuksen pääpainopisteenä on havainnoida omistajanvaihdoksen jälkeistä kehitystä, joten tarkasteluperiodiin päädyttiin sisällyttämään seuraavat vuodet: omistajanvaihdosta edeltävä vuosi, omistajanvaihdosvuosi ja kolme omistajanvaihdoksen jälkeistä vuotta. Tavoitteena on selvittää myös, onko yritysten kehittämisessä havaittavissa eroavaisuuksia eri ostajatyypiryhmiä vertailtaessa. Mittareina tutkimuksessa käytetään ostettujen yritysten tilinpäätöstiedoista laskettuja tunnuslukuja. Tutkittavaksi joukoksi valittiin Finnveran vuosina 2010–2011 rahoittamien yrityskauppojen kohteena olleet pk-yritykset rajamalla tutkittavaa joukkoa niin, että kerättävät tiedot ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen ovat mahdollisimman luotettavia ja vertailukelpoisia.

Tutkimuksen tuloksilla pyritään lisäämään tietoa siitä, miten omistajanvaihdoksissa on taloudellisten lukujen valossa onnistuttu. Yksiselitteistä vastausta omistajanvaihdosten onnistumiseen taloudelliset tunnusluvut eivät kuitenkaan pysty tarjoamaan, sillä yrityskaupoilla ja omistajanvaihdoksilla voi olla erityyppisiä syitä. Nguyen, Yung ja Sun (2012) tutkivat laajaa, noin 3 500 yrityskauppaa käsittävää, yrityskauppaotosta ja päättelivät, että yrityskaupoissa voi olla lukuisia erilaisia motivaatiotekijöitä. Siksi

yrittyskauppojen onnistumistakin voidaan mitata monilla erilaisilla mittareilla. Yritysten kehittymisen mittaaminen taloudellisilla tunnusluvuilla tarjoaa kuitenkin yhden vahvan näkökulman siihen, miten omistajanvaihdoksessa on onnistuttu, sillä jo Osakeyhtiölain (2006) perusteella yhtiön perimmäinen tavoite on tuottaa omistajilleen voittoa. Linnainmaan (2013) mukaan Osakeyhtiölain määritelmä ei kuitenkaan edellytä lyhyen aikavälin voittojen maksimoimista, vaan voittoa tulee kerryttää pidemmällä aikavälillä niin, että yhtiön arvoa pystytään kasvattamaan. Myös investointien, kuten tuotantokoneiston uudistamisen, henkilöstön kouluttamisen, tuotekehitystoiminnan tai muiden vastaavien investointien tulee tähdätä yhtiön voitontuottamiskyvyn parantamiseen (Linnainmaa 2013). Yrittyskaupat voidaan nähdä investointeina siinä missä muutkin yritystoiminnan kehittämiseen tehtävät panostukset, jolloin yhtenä vahvana yrittyskaupan motiivina voidaan pitää mahdollisuutta ostokohteen arvon positiiviseen kehittymiseen. Yhtenä yrityksen arvoa vahvasti määrittävänä tekijänä puolestaan voidaan pitää yrityksen tuloksentekeykyä ja taloudellista asemaa (Rantanen 2016, 79).

Opinnäytetyön toimeksiantaja Finnvera Oyj on Suomen valtion omistama erityisrahoitusyhtiö, joka tarjoaa rahoitusta yritystoiminnan alkuun, kasvuun ja kansainvälistymiseen sekä ratkaisuja viennin riskeiltä suojautumiseen. Finnveran pk-yrityksiin kohdistuva vastuukanta oli vuoden 2015 lopussa noin 2,7 miljardia euroa ja asiakkaita Finnveralla oli kaikkiaan noin 28 400 (Finnvera vuosikertomus 2015). Finnvera osallistuu Suomessa vuosittain noin 1 000 yrittyskaupan ja omistusjärjestelyn rahoitukseen. Finnvera seuraa rahoittamiensa yritysten taloudellista tilaa keräämällä asiakasyrityksiltään tilinpäätöstiedot vuosittain. Opinnäytetyön tiedonkeruussa hyödynnetään toimeksiantajan tilinpäätöstietokantaa. Tutkimuksella pyritään saamaan toimeksiantajalle uutta tietoa pk-yritysten kehityksestä omistajanvaihdosten jälkeen ja siten edistämään toimeksiantajan rahoitusprosessien kehitystyötä.

1.3 Tutkimuksen rajaukset

Yrityksen liiketoiminnan luovuttaminen uuden omistajan haltuun on pääsääntöisesti mahdollista tehdä kahdella tapaa, joko myydään yrityksen osakkeet tai liiketoiminta. Osakekaupassa myydään yrityksen omistukseen oikeuttavat osakkeet, eli koko yritys velkoineen, varallisuuksineen ja vastuineen. Liiketoimintakaupassa ostaja yleensä ostaa kohdeyrityksen liiketoiminnan sekä sen käyttö- ja vaihto-omaisuuden, joita ostaja tarvitsee liiketoiminnan jatkamiseen. (Sotka 2011.)

Opinnäytetyössä tutkittavaa, yrityskauppojen kohteena ollutta yritysjoukkoa rajataan niin, että tutkittava joukko koostuu yhtiömuodoltaan osakeyhtiömuotoisista yrityksistä, joiden osakekannasta ja siten päätävävallasta vähintään puolet on kaupanteon yhteydessä vaihtanut omistajaa. Edellä mainitun rajauksen myötä tutkittavassa joukossa on vain sellaisia omistajanvaihdoksia, joissa omistuspohjassa tapahtunut muutos on ollut merkittävä. Tutkittavaan yritysjoukkoon on kelpuutettu vain sellaisia yrityksiä, joista löytyy täydellinen tilinpäätösaikasarja tutkimukseen valitulta aikaperiodilta.

Liiketoimintakaupat rajataan tutkimuksen ulkopuolelle vertailtavuusongelmien vuoksi, sillä liiketoimintakaupoissa liiketoimintaa jatkavalle yritykselle voi siirtyä vain osa myyjäyrityksen liiketoiminnasta tai mahdollista on myös se, että liiketoimintaa jatkavalla yrityksellä on jo ennestään liiketoimintaa. Liiketoiminnan jatkuessa uuden yrityksen nimissä vertailtavuus edellyttäisi kahden yrityksen tilinpäätösaikasarjojen yhdistämistä, minkä toteuttaminen täysin luotettavasti on lähes mahdotonta. Liiketoimintakaupoissa juuri kaupan kohteena olevan liiketoiminnan kehittymisestä ei siis käytännössä ole mahdollista kerätä luotettavaa ja vertailukelpoista tilinpäätösinformaatiota ennen kaupantekoa ja sen jälkeen.

Tutkimusjoukon rajaaminen pelkkiin osakeyhtiön muotoisiin yrityksiin varmistaa sen, että liiketoimintaa jatketaan samassa yhtiössä lähtökohtaisesti samalla velka-, varallisuus- ja vastuurakenteella, jolloin tilinpäätösinformaatio pysyy katkeamatta mahdollisimman vertailukelpoisena ja omistajanvaihdoksen vaikuttavuutta ostettavaan liiketoimintaan pystytään arvioimaan mahdollisimman luotettavasti. Tutkimukseen valittu rajausta karsii tutkittavasta yritysjoukosta pois toiminimiyrietykset ja henkilöyhtiöt, kuten avoimet yhtiöt ja kommandiittiyhtiöt, mikä käytännössä rajaa tutkittavan yritysjoukon ulkopuolelle runsaan joukon mikroyrityksiä. Toisaalta tutkimusjoukko sisältää rajauksista huolimatta useita mikroyrityksiä ja vain yhden henkilön työllistäviä yrityksiä.

1.4 Keskeisten käsitteiden määrittely

Yrityskauppa

Kilpailulaissa (2011) yrityskaupan määritellään olevan jotain seuraavista toimista: kirjanpito-laissa tarkoitetun määräysvallan hankkimista toimivasta yrityksestä, sulautumista, elinkeinoharjoittajan liiketoiminnan hankkimista tai sellaisen yhteisyrityksen perustamista, joka huolehtii itsenäiselle yritykselle kuuluvista tehtävistä. Immonen (2011, 19) määrittelee yrityskaupan järjestelyksi, jossa ostetaan yrityksen liikeomaisuus tai sen hallintaan oikeuttavat osakkeet tai yhtiömiesosuudet. Useissa yrityskauppoja käsittelevissä tutkimuksissa (ks. esim. Tall 2014, 7 ja Laitinen ym. 2011, 15) yrityskauppa määritellään tapahtumaksi, jossa yrityksen tai liiketoiminnan määräysvalta siirtyy uudelle omistajalle.

Kansainvälisessä tutkimuksessa yrityskaupat jaotellaan monesti hellävaraisiin (Tender offers) ja aggressiivisiin (Mergers) yrityskauppoihin. Jensen ja Ruback (1983, 6-7) määrittelevät hellävaraiset ja aggressiiviset yrityskaupat seuraavasti: Aggressiivisissa

yrityskaupoissa kauppaneuvottelut käydään ostokohteen johtajien kanssa ja hyväksytetään yrityksen kohdeyrityksen hallituksella ennen osakkeenomistajien kuulemistä. Hellävaraisissa yrityskaupoissa tarjous kohdeyrityksen osakkeista tehdään suoraan osakkeenomistajille, jolloin jokainen omistaja voi itsenäisesti tehdä päätöksen omistussuutensa myynnistä.

Tässä tutkimuksessa yrityskauppa määritellään tilanteeksi, jossa yrityksen tai liiketoiminnan määräysvalta siirtyy uudelle omistajalle. Tämän tutkimuksen kohteena oleva tutkimusjoukko käsittää vain yrityskauppatapauksia, joissa ostokohde on osakeyhtiö ja yhtiön määräysvalta sekä pääomistus ovat siirtyneet uudelle omistajalle omistussuuskaupan kautta. Liiketoimintakaupat on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle.

Omistajanvaihdos

Omistajanvaihdos voi olla yrityksen omistusta koskeva kauppa tai vain liiketoiminnan oston käsittävä substanssikauppa. Omistusta koskevassa kaupassa ostetaan avoimen yhtiön tai kommandiittiyhtiön yhtiömiesosuudet tai osakeyhtiön osakkeet. Substanssikaupassa, tai toiselta nimeltään liiketoimintakaupassa, jatkaja ostaa omalle yritykselleen liiketoiminnasta luopuvan yrityksen liiketoiminnan ja siihen sitoutuneen omaisuuden, kuten koneet, laitteet, varaston ja sopimukset. Omistussuutta koskevassa kaupassa yrityksen sitoumukset ja vastuut pysyvät ennallaan. Liiketoiminnan käsittävässä substanssikaupassa myyjän vastuut ja solmimat sitoumukset eivät automaattisesti siirry liiketoimintaa jatkavalle yhtiölle. (Immonen & Lindgren 2006, 35-37.)

Van Teeffelen (2010, 9) määrittelee omistajanvaihdoksen tapahtumaksi, jossa yrityksen omistuksesta vähintään puolet siirtyy luopuvalta omistajalta toiminnan jatkajalle niin, että yrityksen toiminnan jatkuminen turvataan. Tässä tutkimuksessa omistajanvaihdos määritellään vastaavaan tapaan kuin yrityskauppakin, eli tilanteena, jossa yrityksen tai liiketoiminnan määräysvalta siirtyy uudelle omistajalle.

Jatkajien profiilit omistajanvaihdoksissa

Tässä tutkimuksessa yhtenä osa-alueena selvitetään sitä, miten profiililtaan erityyppiset yritysostajat ovat onnistuneet yritystoiminnan haltuunotossa. Tässä tutkimuksessa ostajat on taustojensa mukaisesti jaoteltu viiteen eri ryhmään: 1) sukupolvenvaihdos, 2) ulkopuolinen henkilöostaja, 3) Työntekijä (EBO), 4) Toimiva johto (MBO), 5) Toinen yritys tai pääomasijoittaja. Ne tapaukset, joissa osakkeet on ostettu osto-toimenpidettä varten perustetun holding-yhtiön nimiin on luokiteltu holding-yhtiön omistajatyypin mukaan.

Tutkimuksessa käytettävä sukupolvenvaihdokselle asetettava määritelmä mukailee Immosen ja Lindgrenin (2006, 15- 20) määritelmää, jonka mukaan sukupolvenvaihdoksessa liiketoiminta tai osakkeet siirtyvät liiketoiminnan luovuttajan lapselle tai muulle lähisukulaiselle. Sukupolvenvaihdos voidaan toteuttaa pitkällä aikavälillä hyvin suunniteltuna tai se voi tulla yllättäen ajankohtaiseksi yrittäjän kuoleman tai vakavan sairastumisen myötä. Sukupolvenvaihdoksen vahvuutena ja mahdollisuutena voidaan pitää sitä, että uudella yrittäjällä on monesti ollut mahdollisuus kasvaa yrittäjävastuuseen ja perehtyä ostettavaan yritystoimintaan ajan kanssa.

MBO eli Management buy -out -kaupassa ostajana on yrityksen toimiva johto. Ruusunen (2014) mukaan MBO-kaupoissa toimintaa ostava yrityksen johto usein tietää sijoittajia ja passiivisia omistajia enemmän yrityksen liiketoiminnan tilanteesta ja mahdollisuuksista. Monesti suuremmissa MBO-kaupoissa on mukana johdon lisäksi myös sijoittajataho, joka mahdollistaa riittävän rahoituksen keräämisen yrityskaupan toteuttamiseksi. Tässä tutkimuksessa MBO-ryhmään on sisällytetty myös ne yritykset, joissa ostajana on ollut yrityksen toinen pääomistaja, joka on lunastanut itselleen toisen osakkaan omistaman vähintään 50 prosentin suuruisen osuuden yrityksestä.

EBO eli Employee buy- out-kaupassa yrityksessä toimiva henkilökunta ostaa yrityksen omistuksen tai liiketoiminnan. Ostajana voi olla koko henkilökunta ryhmänä tai vain

muutama työntekijä. Positiivisena asiana EBO-kaupassa on se, että henkilökunta useimmiten tuntee yrityksen liiketoiminnan hyvin jo ennestään. (Kangas 2012, 41–42.)

Yritystoiminnan voi ostaa myös toinen yritys tai pääomasijoittaja. Yritysostaja monesti toimii samalla toimialalla kuin ostettava kohdekin. Yritysosto on horisontaalinen, kun sekä ostaja että ostettava kohde toimivat samassa jalostus- ja toimitusketjun vaiheessa. Horisontaalisen yrityskaupan tavoitteena voi olla esimerkiksi kilpailijan eliminointi ja oman markkinaosuuden kasvattaminen. Yritysosto on vertikaalinen, kun ostettava yritys toimii ostettavan kohteen kanssa jalostus- ja toimitusketjun eri vaiheessa. Vertikaalisessa yrityskaupassa ostajan motiivina voi olla esimerkiksi halu turvata komponenttien saatavuus tai tuotantoketjun toimivuus. Yritysostajan ollessa ostokohteen toimialan ulkopuolelta on todennäköistä, että yrityskaupoissa ostajan ja ostettavan kohteen tuote- tai palveluvalikoimat täydentävät toisiaan. Pääomasijoittajan motiivit puolestaan liittyvät usein yritysten liiketoiminnan ja arvon kasvattamiseen, jotta irtautumisvaiheessa saatavat tuotot pystyttäisiin maksimoimaan. (Tenhunen & Werner 2000, 12–13; Suomen pääomasijoittajayhdistys ry 2006 7–8.)

Yritysten kokoluokkamääritelmät

Tässä tutkimuksessa yritysten kokoluokkamäärittelyssä käytetään Finnverassa käytössä olevia kokoluokkamääritelmiä, jotka perustuvat yritysten työntekijämääriin. Käytettävät kokoluokkaryhmät ovat: 1) Yhden henkilön yritykset, 2) Mikroyritykset, 2–9 henkilöä, 3) Pienet yritykset, 10–49 henkilöä, 4) Keskisuuret yritykset, 50–249 henkilöä.

Finnverassa käytössä olevat kokoluokkamääritelmät vastaavat myös pitkälti Tilastokeskuksen käyttämiä määritelmiä. Tilastokeskuksen mukaan pienet ja keskisuuret eli pk-yritykset ovat yrityksiä, joiden henkilöstömäärä on alle 250 henkilöä ja vuosiliike-

vaihto on enintään 50 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 43 miljoonaa euroa. Pk-yrityksen määritelmän täyttääkseen yrityksen tulee olla riippumaton, eli sen pääomasta tai äänivaltaisista osakkeista 25 prosenttia tai enemmän ei ole sellaisen yrityksen tai yritysten yhteisomistuksessa, joka ei täytä pk-yrityksen tai pienen yrityksen määritelmää. (Käsitteet ja määritelmät 2015)

Pieni yritys määritellään yritykseksi, jonka palveluksessa on vähemmän kuin 50 työntekijää ja vuosiliikevaihto enintään 10 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 10 miljoonaa euroa. Vastaavaan tapaan pienen yrityksen tulee olla riippumaton, eli edellä mainitun riippumattomuusehdon tulee täyttyä, jotta pienyrityksen määritelmää voidaan käyttää. Mikroyritys puolestaan määritellään yritykseksi, jonka palveluksessa on alle 10 työntekijää ja jonka liikevaihto on enintään 2 miljoonaa euroa tai taseen loppusumma enintään 2 miljoonaa euroa. Myös mikroyrityksen tulee täyttää edellä mainittu peruste riippumattomuudesta. (Tilastokeskus, Käsitteet ja määritelmät 2015)

2 Yrityksen talous ja yrityskaupat

2.1 Yrityksen taloudellinen informaatio ja sen hyödyntäminen

Kirjanpidon ja tilinpäätökseen laatiminen ovat yrityksille lainsäädäntöön pohjautuvia velvollisuuksia. Kirjanpito on yrityksen taloudellisten tapahtumien merkitsemisjärjestelmä ja samalla yhteenveto niistä taloudellisista tapahtumista, joissa yritys on ollut osapuolena. Tilinpäätös puolestaan on kirjanpitolaissa säädetyssä muodossa esitettävä yhteenveto kirjanpitoon merkityistä taloudellisista tapahtumista. Tilinpäätöstiedot ovat määrämuotoisuutensa ja säännellyn sisältönsä vuoksi runsaasti hyödynnettyjä tiedonlähteitä yritysten taloutta arvioitaessa. (Leppiniemi & Kykkänen 2009, 17–18.)

Kirjanpito ja tilinpäätös tulee laatia tarkoin säädettyjen lakien ja sovittujen periaatteiden mukaisesti, jolloin kirjanpidosta ja tilinpäätöksestä saatava informaatio on lähtökohtaisesti vertailukelpoista ja yhtenäisesti tulkittavissa olevaa tietoa. Tilinpäätöstä voidaanakin siis luonnehtia laajaksi ja standardisoiduksi tietopaketiiksi tilinpäätöksen laatineen yrityksen taloudesta. Tilinpäätöstä koskevassa lainsäädännössä määritellään ainoastaan tilinpäätöksen sisältö sekä esittämistapa ja -muoto, ei käyttötarkoitusta. Laissa ei siis ole priorisoitu tilinpäätöksestä löytyviä tietoja tärkeysjärjestyseen, vaan se, miten ja mitä tietoa hyödynnetään jää tietoja käyttävän harkittavaksi. Keskeisiä tilinpäätösinformaation käyttäjiä ovat oman ja vieraan pääoman rahoittajat. (Kinnunen, Leppiniemi, Puttonen & Virtanen 2002, 19–26.)

Tilinpäätöksen keskeiset osa-alueet ovat tilikauden päättymispäivän rahoitusaseman osoittava tase ja tilikauden tuloksen osoittava tuloslaskelma. Tuloslaskelman ja taseen tärkein tehtävä on antaa riittävä ja oikea kuva yrityksen taloudellisesta asemasta ja tuloksen muodostumisesta. Tilinpäätöksestä löytyvät yksittäiset tuloslaskelman tai taseen rivit harvoin kuitenkaan ovat yksistään riittävän informatiivisia tietolähteitä yrityksen taloudellisen tilan ja toimintaedellytysten arviointiin, vaan tarvitaan tuloslaskelman ja taseen luvuista johdettuja tunnuslukuja informaatioarvon parantamiseksi. Tunnuslukujen tarkoitus on tiivistää tilinpäätöksestä saatavaa informaatiota niin, että johtopäätöksien tekeminen yritysten taloudellisista toimintaedellytyksistä tulee mahdolliseksi. (Salmi 2006, 27- 30, 111 & 226.)

Tilinpäätösanalyysi käsittää tilinpäätösinformaation pohjalta suoritettavaa, kannattavuuden, rahoituksen ja taloudellisten toimintaedellytysten mittaamista ja kriittistä arviointia. Oikein tehty tilinpäätösanalyysi antaa hyvän kuvan yrityksen taloudellisista aikaansaannoksista, taloudellisesta tilasta ja niiden muutoksia. Tilinpäätösanalyysin voidaan katsoa olevan systemaattista tutkimustoimintaa, jolla pyritään antamaan yrityksen toiminnasta kiinnostuneelle taholle päätöksentekoa varten riittävä kuva yrityksen talouden ja sen osatekijöiden kehityksestä. (Kinnunen ym. 2002, 19–26.)

Tilinpäätösanalyysin perusoletuksena on se, että analyysin kohteena oleva tilinpäätös perustuu voimassaoleviin lakeihin ja normeihin. Koska normisto on melko väljä, se kuitenkin tarjoaa mahdollisuuden erilaisiin vaihtoehtoihin kirjanpito- ja tilinpäätös-ratkaisuihin, jolloin myös tilinpäätöksestä suoraan johdettavat tunnusluvut sisältävät tulkinnanvaraisuuksia. Edellä mainittu ongelma johtaa siihen, että tilinpäätös ei välttämättä ole vertailukelpoinen eri tilikausien tai yritysten välillä. Vertailukelpoisuuden varmistamiseksi tilinpäätökset tulee oikaista niin, että ne antavat mahdollisimman tarkan kuvan liiketoiminnan todellisesta tilanteesta. (Salmi 2006, 127- 131.) Tässä tutkimuksessa ei käydä tarkemmin läpi tilinpäätöksiin tehtäviä oikaisuja, mutta tutkimuksessa käytettävässä aineistossa tarpeelliset oikaisut on kuitenkin huomioitu Yritystutkimus ry:n (2011) antaman ohjeistuksen mukaisesti.

Oleellinen osa tilinpäätösanalyysiä ovat tilinpäätöksestä laskettavat tunnusluvut, jotka helpottavat muun muassa yrityksen luottokelpoisuuden, sijoituskelpoisuuden ja yhteistyökumppaniksi sopivuuden arviointia. Tunnusluvut ovat tärkeässä roolissa yrityksen arvonmäärityksessä ja niiden avulla on mahdollista arvioida myös yrityksen konkurssiriskiä. (Leppiniemi & Kykkänen 2009, 172–176.)

Pelkkä tunnuslukujen esittäminen harvoin kuitenkaan yksin riittää kuvaamaan yrityksen tilannetta kattavasti, vaan tunnusluvut vaativat käyttäjältään kykyä niiden tulkitaan sekä niiden tulevan kehityksen hahmottamiseen. Ilman tunnuslukuarvojen suhteuttamista erilaisiin vertailupohjiin ne jäävät monesti vain numeroarvoiksi ilman sisällöllistä tulkintaa. Tunnuslukujen suhteuttamisessa voi tulla kyseeseen periaatteessa neljä eri vertailupohjaa: 1) Yrityksen tunnuslukujen arvot aikaisemmilta tilikausilta, 2) Yleiset tavoite- tai ohjearvot, 3) Kilpailijan tai vastinpariyrityksen tunnuslukuarvot, 4) Saman toimialan tunnuslukutilastot. (Kinnunen ym. 2002, 98–101 & 149.)

Tunnuslukujen suhteuttaminen yrityksen aikaisempien tilikausien vastaaviin tunnuslukuarvoihin mahdollistaa trendien ja kehityssuuntien selvittämisen. Kinnusen ym.

(2002, 150) mukaan erityisen mielenkiintoista trendianalyysien tekeminen on silloin, kun yrityksen tiedetään toteuttaneen merkittäviä liiketoimintaa koskevia päätöksiä, kuten investointeja tai yrityskauppoja. Tunnuslukujen pitkän aikavälin kehityssuuntia tarkasteltaessa on mahdollista nähdä, miten tehdyt päätökset ovat saaneen aikaan muutoksia esimerkiksi yrityksen kannattavuudessa ja taloudellisessa asemassa. Tulokintoja tehdessä on kuitenkin syytä ottaa huomioon, että tunnusluvuissa havaittaviin muutoksiin ja kehityssuuntiin on yrityskohtaisten päätösten lisäksi voinut vaikuttaa myös yleistaloudelliset ja toimialakohtaiset tekijät. (Kinnunen ym. 2002, 150- 151.)

Yleisiin tavoite- ja vertailuarvoihin pohjautuvassa vertailuissa ongelmaksi muodostuu usein se, että yleispäteviä ohjearvoja ei monien tunnuslukujen kohdalla ole mahdollista määrittää. Tunnuslukujen tyypilliset arvot ja vaadittavat tasot vaihtelevat suuresti muun muassa eri toimialojen yritysten välillä. Toisaalta myös samalla toimialalla toimivien yritysten yrityskohtaiset piirteet saattavat määrittää tunnuslukujen ohjearvoja erisuuruisiksi. Kilpailijan tai vastinparin tunnuslukuvertailusta on mahdollista saada tietoa omaksuttujen strategialinjojen vaikutuksista, mutta ongelmaksi usein muodostuu sopivan vastinparin löytäminen. Kilpailijavertailussa on myös huomiotava se, että valittujen yritysten eroihin vaikuttavat molempiin yrityksiin liittyvät yrityskohtaiset tekijät, ei pelkästään varsinaisen kiinnostuksen kohteena olevan yrityksen tekijät. (Kinnunen ym. 2002, 149–151.)

Toimialan tunnuslukutilastot ovat monesti käyttökelpoinen vertailupohja kiinnostuksen kohteena olevan yrityksen tunnusluvuille. Toimialatilastoa voidaan hyödyntää ainakin kahdella tavalla: 1) vertaamalla yrityksen tunnuslukuarvoa toimialatilaston kyseisten tunnuslukujen keskiarvoon, jolloin saadaan informaatiota analysoitavan yrityksen yrityskohtaisten tekijöiden ja yritysjohton päätösten vaikutuksista yrityksen kehitykseen. 2) Sijoittamalla yritys tunnuslukuarvon perusteella toimialajoukkoon ja seuraamalla sijoituksen muuttumista eri tilikausien välillä. (Kinnunen ym. 2002, 149–151.)

Yhtä tunnuslukua kerrallaan käsittelevien analyysimenetelmien lisäksi on kehitetty myös lukuisa joukko analyysimenetelmiä, jotka huomioivat samanaikaisesti useamman tunnusluvun yhdistelmän. Yhdistelemällä useampi tunnusluku on mahdollista luoda uusi yksiulotteinen muuttuja, joka voi toimia ennustamisessa paremmin kuin yksi yksittäinen muuttuja. Monta muuttujaa huomioivassa yhdistelmäluvun analyysissä on kuitenkin otettava huomioon kolme erityistä kysymystä: 1) tunnuslukujen yhdistämistapa, 2) tunnuslukujen painottaminen, 3) tunnuslukujen valinta. (Laitinen & Laitinen 2004, 131–132.)

Monen muuttujan analyysillä on päästy yksittäisiä tunnuslukuja vähäisempiin luokiteluvirheisiin muun muassa yritysten rahoitusvaikeuksien ja konkurssiriskien ennakoinnissa. Ensimmäiset yhdistelmälukua käyttävät yritysten menestymistä koskevat analyysimenetelmät kehitettiin jo 1920 – luvulla Alexander Wallin toimesta. Monen muuttujan yhdistelmäluvun tieteellisen käytön uranuurtajana yritysten rahoitusvaikeuksien ennustamisessa pidetään Edward Altmania, joka käytti erotteluanalyysiä yhdistelmäluvun tieteelliseen johtamiseen. Samaa aihetta käsittelevän kotimaisen tutkimuksen pioneereja on Aatto Prihti, joka vuonna 1975 julkaistussa väitöskirjassaan esitti useista tunnusluvuista yhdistetyn Z – luvun, jonka avulla pystyttiin ennustamaan yritysten konkurssiriskiä. (Laitinen & Laitinen 2004, 83–103.)

Tässä tutkimuksessa keskitytään erityisesti yrityskohtaisten trendien ja kehityssuuntien selvittämiseen pidemmän aikajakson aikana, mielenkiinnon kohdistuessa siihen, miten tilinpäätösaikasarjan aikana toteutettu yrityksen omistajanvaihdos on vaikuttanut yrityksen kehittymiseen eri tunnusluvuilla mitattuna. Tutkimuksessa hyödynnetään myös tunnuslukuihin sovellettavia yleisiä ohjearvoja niiden tunnuslukujen osalta, joista Yritystutkimus ry (2011) on kyseiset arvot antanut. Lisäksi tutkimuksessa käytetään myös kahta (Finnveran riskipisteytys ja Laitisen Z-luku) pisteytysmallia, jotka huomioivat samanaikaisesti useamman tunnusluvun arvot ja antavat siten laajemman katsauksen yrityksen taloudelliseen tilaan. Finnveran käyttämän riskipis-

teytysmallin valinta osaksi tutkimusta on luontevaa, koska Finnvera toimii tutkimuksen toimeksiantajana. Erkki K. Laitisen kehittämään, kolme tunnuslukua yhdistävään, Z-lukuun päädyttiin siksi, että Laitinen jatkoi Prihtin ennustamismallin kehittämistyötä ja onnistui muodostamaan Z-luvun, joka ennusti konkurssiriskiä Prihtin Z-lukua paremmin erityisesti kahtena viimeisenä toimintavuotena ennen konkurssia (Laitinen 1990, 215–226).

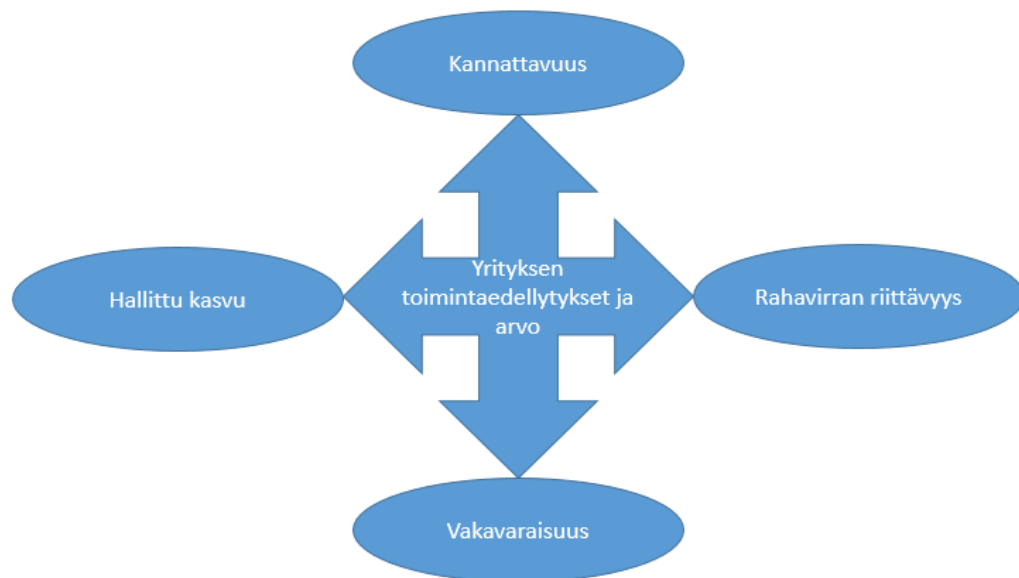
Tähän tutkimukseen kerätyn tiedon päätymistä yritysten liiketapahtumista ja kirjanpidosta aina tunnuslukuihin ja tutkittavaa yritysjoukkoa koskeviin johtopäätöksiin asti havainnollistetaan kuviossa 2.



Kuvio 2. Yrityksen taloudellisen informaation jalostaminen ja hyödyntäminen

2.2 Yrityksen talouden perusta

Yrityksen taloudellisen tilan voidaan katsoa muodostuvan neljästä pääkomponentista, joiden kunto on tärkeää yrityksen pitkän aikavälin toimintaedellytysten turvaamiseksi (ks. kuvio 3). Pitkällä aikavälillä yrityksen toiminta ja kehittyminen voi jatkua vain silloin, kun kuviossa 3 esitetyt talouden tärkeimmät osa-alueet ovat kunnossa. Mikäli yrityksellä on jollain kuvion osa-alueella ongelmia, heijastuu se monesti myös toisiin osa-alueisiin ja siten koko yrityksen taloudelliseen tilaan. Kuviossa esitetyt osa-alueet siis tukevat toinen toisiaan, esimerkiksi erinomainen kannattavuus usein näkyy vakavaraisuuden positiivisena kehittymisenä ja hyvänä rahavirtana, mikä puolestaan luo hyvät edellytykset liiketoiminnan hallitulle kasvattamiselle.



Kuvio 3. Yrityksen talouden perusta (Salmi 2006, 265- 266)

Yhden talouden osa-alueen heikkous usein aiheuttaa ongelmia myös muille osa-alueille, mikä johtaa pahimmillaan negatiiviseen kierteeseen ja pahimmassa tapauksessa liiketoiminnan loppumiseen. Jos yrityksen tilanne on systemaattisesti heikkenevässä, on olennaista pyrkiä kierteen katkaisemiseen. Positiivinen kierre johtaa lopulta vähitellen tilanteeseen, jossa yrityksen taloudellinen tilanne ja kaikki tunnusluvut ovat hyvällä tasolla ja vastaavasti negatiivinen kierre tilanteeseen, jossa tunnusluvut ovat heikkoja ja yrityksen toiminnan jatko uhattuna. Yksi tilinpäätösanalyysin keskeisimpiä tehtäviä on mahdollisten kierteiden olemassaolon tai käynnistymisen havaitseminen. Kuviossa 4 esitetään onnistumis- ja epäonnistumiskierteet prosesseina sekä tunnusluvut, joihin prosessin vaiheet erityisesti vaikuttavat. (Salmi 2006, 264-265; Laitinen 2002, 62–65.)

Vaihe	Epäonnistumiskierre	Onnistumiskierre	Tunnusluvut
1	Kasvu tahtuu jyrkästi alas- tai ylöspäin	Kasvu jatkuu tasaisena tai nopeutuu hallitusti	Kasvun tunnusluvut mm. liikevaihdon muutos
2	Kannattavuus heikkenee	Kannattavuus paranee	Kannattavuuden tunnusluvut mm. sijoitetun ja oman pääoman tuottosuhteet
3	Tulorahoituksen riittävyys heikkenee	Tulorahoituksen riittävyys paranee	Tulorahoituksen riittävyyden tunnusluvut mm. Rahoitustulosuhde ja takaisinmaksukyky
4	Tappiot pienentävät omaa pääomaa	Voitot kerryttävät omaa pääomaa	Vakavaraisuuden tunnusluvut mm. omavaraisuusaste
5	Rahoitusomaisuus pienenee	Rahoitusomaisuus kasvaa	Maksuvalmiuden tunnusluvut mm. Quick ratio
6	Lyhytaikainen vieras pääoma kasvaa	Lyhytaikainen vieras pääoma pienenee	Maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden tunnusluvut mm. Quick ratio ja omavaraisuusaste
7	Pitkäaikaista vierasta pääomaa ei lyhennetä	Pitkäaikaista vierasta pääomaa maksetaan pois	Vakavaraisuuden ja tulorahoituksen riittävyyden tunnusluvut mm. Omavaraisuusaste ja takaisinmaksukyky
8	Kannattavuus heikkenee edelleen	Kannattavuus paranee edelleen	Kannattavuuden tunnusluvut mm. Sijoitetun ja oman pääoman tuottosuhteet
9	Kriisi	Menestyminen	Kaikki tunnusluvut

Kuvio 4. Yrityksen tyypillinen epäonnistumis- ja onnistumiskierre. (Laitinen 2002, 62.)

Kannattavuus

Kannattavuus kuvaa yritystoiminnan synnyttämää taloudellista tulosta ja se on peruslähtökohta elinkelpoiselle yritystoiminnalle. Kannattavuus ja sen mahdollistama positiivinen rahavirta luovat yritystoiminnalle hyvän perustan. Kannattavuutta voidaan mitata absoluuttisesti tai suhteellisesti. Absoluuttista kannattavuutta voidaan mitata yksinkertaisesti liiketoiminnan tuottojen ja kulujen erotuksena eli voittona. Suhteellinen kannattavuus puolestaan kuvaa voiton suhdetta yritykseen sijoitettuun pääomaan nähden. (Yritystutkimus ry 2011, 60–65.)

Yksinkertaisimmillaan kannattavuutta voi tutkailla tarkastelemalla sitä, onko yrityksellä ollut tuloja enemmän kuin niiden ansaitsemiseen on käytetty menoja. Tämä tarkastelu ei kuitenkaan ole yksistään riittävää, sillä se ei ota huomioon yrityksen toimintaan sidottuja resursseja. Tarkemman näkökulman kannattavuuteen saa hyödyntämällä pääomiin suhteutettuja tuloslukuja, jolloin pystytään arvioimaan ovatko tuotot olleet riittäviä tyydyttääkseen yritykseen omaa ja vierasta pääomaa sijoittaneiden tahojen tuottovaateet. (Kinnunen, Laitinen, Laitinen, Leppiniemi & Puttonen 2004, 49–52.)

Rahavirran riittävyys & maksuvalmius

Rahavirran riittävyys ja maksuvalmius kuvaavat yrityksen kykyä hoitaa kaikki maksunsa ajallaan. Hyvän maksuvalmiuden omaava yritys pystyy hoitamaan erääntyvät maksunsa ajallaan ja näin ollen välttää kustannuksilta, joita syntyy muun muassa viivästyskoroista ja usein hintavista heikkoa maksuvalmiustilannetta paikkaavista lisärahoituksista. Hyvän maksuvalmiuden varmistamiseksi yrityksellä tulisi olla riittävä likviditeettivaranto, eli omaisuutta joka on rahana tai vaihtoehtoisesti nopeasti rahaksi muutettavana varallisuutena. Mikäli yrityksellä ei ole kunnollisia likviditeettivarantoja on yrityksen tulorahoituksen oltava sellaisella tasolla, että yritys pystyy suoriutumaan myös yllättävistä velvoitteistaan. (Kinnunen ym. 2004, 55- 57.)

Maksuvalmius voi olla luonteeltaan staattista tai dynaamista. Staattinen maksuvalmius kertoo nettokäyttöpääoman riittävydestä, eli valitulla tarkasteluhetkellä verrataan lyhytaikaisten velkojen suhdetta nopeasti rahaksi muutettavaan omaisuuteen. Dynaaminen maksuvalmius puolestaan kertoo rahavirran riittävydestä, jota voidaan tarkastella kassavirtalaskelman avulla. Staattiset tunnusluvut perustuvat taseen erien vertaamiseen, kun dynaamisten tunnuslujen muodostamisessa käytetään hyväksi myös tuloslaskelmaperäisiä eriä. Staattista maksuvalmiutta tarkasteltaessa on syytä muistaa, että ne mittaavat vain tilinpäätöshetken tilannetta, jolloin on mahdollista, että tilikauden aikana maksuvalmiudessa on suuriakin vaihteluja. (Yritystutkimus ry 2011, 71- 74.)

Vakavaraisuus

Yrityksen vakavaraisuutta arvioitaessa tarkastellaan useimmiten yrityksen velkapääoman suhdetta yrityksen omaan pääomaan tai liiketoiminnan kokoon. Mitä suuremman osuuden yritys pystyy varallisuudestaan rahoittamaan omalla pääomalla, sitä paremmin yritys sietää mahdollisia tappioita. Oma pääoma on rahoituksen muotona joustavaa, sillä toisin kuin vieraalla pääomalla, sillä ei ole ennalta määrättyä takaisinmaksuohjelmaa tai siitä ei aiheudu koronmaksuvelvoitetta. Toisaalta oman pääoman joustavuuden kääntöpuolena on yleensä sen tuottovaatimus, sillä oma pääoma on mahdollisessa konkurssitilanteessa vierasta pääomaa heikommassa asemassa, ja siten sen tuottovaade nousee vieraan pääoman tuottovaadetta korkeammaksi. (Salmi 2006, 166- 168.)

Hyvän vakavaraisuuden mahdollistama korkeampi tappionsietokyky antaa yritykselle liikkumavaraa myös lisävelkaantumisen suhteen. Rahoittajat ovat yleensä halukkaampia rahoittamaan vakavaraisia yrityksiä ja rahoituksen kustannukset pysyvät alhaisina silloin, kun rahoitettavan yrityksen taloudellinen asema on hyvä ja riskitaso siten matala. Tappionsietokyvyn lisäksi vakavaraisella yrityksellä on siis tarvittaessa

hyvä mahdollisuus toiminnan kehittämiseen ja kasvattamiseen velkainstrumentteja hyödyntämällä. Yrityksen vakavaraisuutta voidaan mitata tilinpäätöstiedoista muodostettavista pääomarakennetta ja velkaantuneisuutta mittaavilla tunnusluvuilla. (Kinnunen ym. 2004, 53- 55.)

Kasvu

Neljäs tärkeä yrityksen talouden pääkomponentti on kasvu. Ilman kasvua yrityksen on vaikea muun muassa vastata yleiseen kustannustason nousuun, ylläpitää markkinaosuuttaan tai kasvattaa arvoaan. Viime kädessä kasvun hakemisessa on kyse omistajan tavoitteista, sillä myös kasvamaton yritys voi olla taloudellisessa mielessä terve. Ilman minkäänlaista kasvua yrityksen on kuitenkin hankala hallita tulevaisuuttaan. Yritystoiminnan kasvattaminen terveellä tavalla edellyttää riittävää taloudellista perustaa, jonka kulmakiviä ovat yritystoiminnan kannattavuus, vakavaraisuus ja maksuvalmius. Ilman riittävää taloudellista pohjaa liiketoiminnan kasvattaminen voi ajaa yrityksen maksuvaikkeuksiin. Liiketoiminnan terve kasvu puolestaan mahdollistaa pitkällä aikavälillä yrityksen kannattavuuden ja rahavirran kehittämisen. (Salmi 2006, 218- 221.)

2.3 Yrityskauppojen onnistuminen aiemman tutkimustiedon valossa

Ali-Yrkön (2002, 3) mukaan yrityskauppojen jälkeistä taloudellista suoritusta mittaava tutkimus voidaan jakaa karkeasti kolmeen kategoriaan perustuen tutkimuksissa käytettyihin mittaustapoihin:

- 1) Mittarina yrityskaupan osapuolten osakekurssit
- 2) Mittarina tilinpäätöstietoihin pohjautuvat kannattavuuden tunnusluvut
- 3) Ryhmiin 1 ja 2 kuulumattomat mittarit

De Langhe ja Ooghe (2001, 13) puolestaan ryhmittelevät aiemman yrityskauppojen taloudellisia vaikutuksia koskevan tutkimuksen kahteen pääryhmään:

- 1) Myyjä- ja ostajayritysten osakekurssikehitykseen pohjautuvat tutkimukset
- 2) Myyjä- ja ostajayritysten tilinpäätöksistä johdettuihin taloudellisiin tunnuslukuihin pohjautuvat tutkimukset

Tässä luvussa käydään läpi aiemmin julkaistuja kotimaisia ja kansainvälisiä tutkimuksia, jotka kuuluvat edellä mainittuihin kohtiin 1) ja 2). Lisäksi tässä luvussa nostetaan esiin myös sellaisia yrityskauppatutkimuksia, jotka eivät perustu taloudellisiin näkökulmiin, mutta osaltaan antavat näkemystä yrityskauppojen onnistumisesta.

Osakekursseihin pohjautuvat tutkimukset

Ali-Yrkön (2003, 5) mukaan aiempiin osakekursseihin pohjautuviin tutkimuksiin perustuen on olemassa vahvaa näyttöä siitä, että yrityskaupat tuottavat epänormaaleja positiivisia tuottoja lähinnä yritystoiminnan myyjille. Tulos vaikuttaa loogiselta, sillä yleensä julkisille kauppapaikoille listattuja yrityksiä ostavat tahot joutuvat maksamaan osakkeen julkisesti noteeratun hinnan ylittävää preemiota kaupan aikaansaamiseksi, mikä puolestaan nostaa ostokohteiden osakekurssia välittömästi yrityskauppailmoituksen jälkeen. Tässä tutkimuksessa keskitytään erityisesti yrityskauppojen pidemmän aikavälin vaikutuksiin, joten tarkempaa katsausta yrityksiä myyvien tahojen tuotonmuodostukseen ei tässä tutkimuksessa tehdä.

Agrawal, Jaffe ja Mandelker (1992) tutkivat New Yorkin pörssiin listattujen, vuosina 1955- 1987 aggressiivisia yrityskauppoja toteuttaneiden, ostajayritysten osakekurssin kehitystä omistajanvaihdosten jälkeen ja havaitsivat, että ostajayritykset tuottavat omistajilleen epänormaaleja negatiivisia tuottoja viiden kaupanteon jälkeisen vuoden aikana. Kingin, Daltonin, Dailyn ja Covinin (2004) tutkimus osoittaa, että yrityskaupoilla ei pystytä saavuttamaan yliveraista taloudellista suorituskykyä, vaan tulokset

viittaavat enemmänkin siihen, että yrityskaupoilla on pitkällä aikavälillä hienoinen negatiivinen vaikutus ostajayritysten taloudelliseen kehitykseen.

Repo (2009) tutki suomalaisten pörssiyhtiöiden kykyä tuottaa osakkeenomistajille lisäarvoa kansainvälisten yrityskauppojen avulla ja totesi, että yrityskaupat heikentävät ostajayrityksen arvoa pitkällä aikavälillä. Conn, Cosh, Guest ja Hughes (2005) puolestaan tutkivat noin 4 000 britannialaista yritystä kattavaa yrityskauppaotosta vuosilta 1984- 1998 ja päättelivät, että ostajayritysten osakkeenomistajat kärsivät epänormaaleja negatiivisia tuottoja yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla.

Agrawal ja Jaffe (1999) tekivät yhteenvedon 22 yrityskauppoja koskevasta tutkimuksesta, joissa oli mitattu ostajayritysten yrityskaupan jälkeistä osakekurssikehitystä pitkällä aikavälillä (1- 5 vuotta kaupanteosta). Agrawalin ja Jaffen (1999, 50- 52) yhteenvedon mukaan aiempi tutkimus tukee vahvasti sitä olettaa, että aggressiivisten yrityskauppojen jälkeisenä aikana ostajayritysten osakkeenomistajat joutuvat tyytymään epänormaaleihin negatiivisiin tuottoihin, mutta hellävaraisten yrityskauppojen kohdalla ei kuitenkaan havaittu vastaavia negatiivisia vaikutuksia.

Beemster (2010) päätyi omassa tutkimuksessaan valtavirrasta poikkeavaan tulokseen ja tutkimuksen johtopäätös oli se, että yrityskaupat luovat pitkällä aikavälillä ostajayrityksen osakkeenomistajille keskimäärin epänormaaleja positiivisia tuottoja. Beemsterin tutkima yrityskauppaotos (354 yritystä) on kuitenkin huomattavasti suurempi kuin otokset useimmissa muissa tutkimuksissa, joissa on päädytty päinvastaiseen johtopäätökseen yrityskauppojen taloudellisista vaikutuksista.

Ali-Yrkkö (2003, 7) huomauttaa, että yrityskauppojen onnistumisen mittaaminen osakursseihin pohjautuen ei ole täysin ongelmaton. Osakekurssit eivät välttämättä täysin heijasta yritysten taloudellisen tilanteen ja liiketoiminnan kehittymistä, vaan myös pääomamarkkinoiden liikkeet ja mahdollinen tehottomuus vaikuttavat osake-

kurssien kehittymiseen. Lisäksi laajempi kokonaiskuva yrityskaupoista jää tällä mitaustavalla hahmottamatta, sillä tietoa osakekurssien arvojen kehittymisestä pystytään keräämään vain julkisissa kauppapaikoissa noteeratuista yhtiöistä, vaikka suurin osa yrityskaupoista toteutetaan julkisille kauppapaikoille listaamattomien yritysten toimesta.

Tilinpäätösinformaatioon pohjautuvat tutkimukset

Laitinen, Varamäki, Tall, Heikkilä ja Sorama (2011) ovat tutkineet Etelä-Pohjanmaalla vuosina 2006- 2010 toteutuneita yrityskauppoja ja niissä osallisina olleiden ostajayritysten ja ostokohteiden taloudellista tilannetta ennen omistajanvaihdosta, sen aikana ja sen jälkeen. Tutkimuksen aineistossa oli kaikkiaan 221 omistajanvaihdosta, mutta tilinpäätöstietojen hankalan saatavuuden vuoksi tutkijoilla oli käytössä kolmen vuoden (vuosi ennen yrityskauppaa, yrityskauppavuosi ja vuosi yrityskaupan jälkeen) täysi tilinpäätösaikasarja vain 8 ostajayrityksestä ja 19 ostokohteesta. Tutkimuksessa otettiin kuitenkin huomioon myös puutteellisen tilinpäätösaikasarjan omaavat yritykset, jolloin yritysten lukumäärää eri analyyseissä pystyttiin kasvattamaan. Puutteellisista tilinpäätösaikasarjoista johtuen yritysten lukumäärät vaihtelivat vuosittain, mikä heikensi tutkimuksessa käytettyjen sijaintilukujen vertailukelpoisuutta eri tarkasteluviuosien välillä. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että ostajayritysten ja ostokohteiden taloudellinen tilanne heikkenee omistajanvaihdoksen aikana ja sen jälkeen. Ostokohteen tunnusluvuissa tilastollisesti merkittäviä muutoksia on omistajanvaihdoksen aikana tapahtunut liikevaihdon kasvussa, liikevaihdossa, liikevoittoprosentissa, kokonaispääoman tuotossa sekä käyttökateprosentissa. Ostokohteiden liikevaihto on omistajanvaihdoksen aikana noussut, mutta suhteellinen kasvu on hidastunut, jonka lisäksi tulorahoitus ja kannattavuus ovat selvästi heikentyneet. Ostajayrityksissä tilastollisesti merkitsevää on pudotus toiminnan koossa. Tutkimustulosten mukaan sukupolvenvaihdoksena tapahtuvissa yrityskaupoissa ostokohteen kasvu on positiivista kun taas liiketoimintakaupoissa kasvu on negatiivista lukuun ottamatta omistajanvaihdoksen jälkeistä vuotta. (Laitinen ym. 2011, 35–36, 46 & 74- 76.)

Peltopakka, Lahtinen, Voipio, Ilmari, Landowski ja Kajala (2016) ovat tutkineet teknologia- ja osaamisintensiivisten yritysten kauppvoja Suomessa. Tutkimuksen aineistona käytettiin Innovaatorahoituskeskus Tekesin rahoittamia yrityksiä, jotka on myyty vuosina 2007- 2011 ja joiden omistuksesta yli puolet on siirtynyt uudelle omistajalle. Aineisto koostuu 250 teknologia- ja osaamisintensiivisestä pk-yrityksestä, joiden taloudellisia tunnuslukuja tutkijat ovat tarkastelleet kolme vuotta ennen yrityskauppaa ja kolme vuotta yrityskaupan jälkeen. Tutkimus osoittaa, että yrityskaupan kohteena olleiden osaamisintensiivisten pk-yritysten vienti, liikevaihto, arvonlisä ja henkilöstön määrä kasvavat merkittävästi yrityskaupan jälkeen. Kolmen vuoden kuluttua yritysostosta, ostettujen yritysten liikevaihto oli kasvanut keskimäärin 40 prosenttia, palkansaajien määrä 20 prosenttia, jalostusarvo 20 prosenttia ja vienti jopa 40 prosenttia. Tutkijat huomauttavat, että viennin huima kasvu on tapahtunut vasta viimeisen mitausvuoden aikana. Aineiston pohjalta voidaan todeta, että yrityskaupat tuottavat Suomen kansantaloudelle merkittävää hyötyä, sillä tutkimuksen kohteena olleet yritykset ovat kaikkiaan kasvattaneet yrityskaupan jälkeen liikevaihtoaan 375 miljoonaa euroa, palkanneet 1000 uutta työntekijää Suomessa ja lisänneet vientiään 50 miljonnalla eurolla. Tutkimusjoukon mediaaniyrityksen, eli tyypillisen tutkimusjoukkoa edustavan yrityksen, kasvuluvut ovat kuitenkin keskimääräisiä huomattavasti maltillisempia, sillä mediaaniyrityksen liikevaihto kasvoi kolmessa vuodessa 15 prosenttia, vienti 45 prosenttia, palkansaajien määrän ja jalostusarvon pysyessä ennallaan. Korkeita keskimääräisiä lukuja selittää tutkittavan yritysjoukon parhaan kymmenyksen erityisen vahva kasvu. (Peltopakka ym. 2016, 6.)

De Langhe ja Ooghe (2001) tutkivat belgialaisten pk -yritysten taloudellista suorituskykyä ennen ja jälkeen yrityskaupan. Tutkimusjoukko koostui 143 listaamattomasta yrityksestä ja taloudellisen suorituskyvyn mittareina käytettiin tilinpäätöstietoihin pohjautuvia tunnuslukuja. Tutkimuksessa päädyttiin seuraaviin johtopäätöksiin: 1) Yrityskaupoilla on negatiivinen vaikutus ostajayritysten kannattavuuteen, 2) Yritysten vakavaraisuusasema paranee ensimmäisenä kahtena vuotena kaupanteon jälkeen, mutta heikkenee jyrkästi kahden vuoden kuluttua kaupanteosta, 3) Yrityskaupoilla on

merkittävästi negatiivinen vaikutus ostajayritysten maksuvalmiustilanteeseen. Tutkimuksen mukaan myös ostajayritysten pitkän aikavälin konkurssiriski kasvaa merkittävästi yrityskaupan jälkeen. (De Langhe & Ooghe 2001, 13- 14.)

Ali-Yrkön (2003, 7) mukaan useimmissa tilinpäätöstiedoista johdettuihin tunnuslukuihin pohjautuvissa yrityskauppatutkimuksissa päädytään siihen johtopäätökseen, että yrityskauppojen jälkeisellä ajanjaksolla yritysten suoritukset heikkenevät. Myös De Langhe ja Ooghe (2001, 3) ovat päätyneet omassa aiempaa yrityskauppatutkimusta koskevassa selvityksessään vastaavaan johtopäätökseen.

De Langhe ja Ooghe (2001, 2) huomauttavat, että myös tilinpäätöstietoihin pohjautuvalla yrityskauppatutkimuksella on omat haasteensa: 1) tehtyjen tutkimuksen tuloksia on hankala verrata keskenään, sillä niissä on käytetty vaihtelevasti erityyppisiä mittareita, 2) vertailujoukon muodostaminen ja tutkimusmenetelmän valinta on hankalaa, 3) useimmiten asianmukaisen datan kerääminen on hankalaa. Lisäksi mitä pienempien yritysten tilinpäätöstietoja tarkastellaan, sitä suurempi riski on siitä, että tilinpäätöstiedot eivät anna täysin oikeaa kuvaa yritystoiminnan kannattavuudesta (Rantanen 2016, 25- 28). Pienemmissä yrityksissä jo pelkästään yrittäjän omat palkannostot vaikuttavat yrityksen kulurakenteeseen merkittävästi, jolloin yrittäjän oman talouden tilanne ja palkannostotarpeet monesti heijastuvat yrityksen taloudellisiin lukuihin, mikä puolestaan vaikeuttaa yritystoiminnan todellisen kannattavuuden arviointia.

Ei – taloudellisiin mittareihin pohjautuvat tutkimukset

Tall, Varamäki, Kettunen ja Katajavirta (2015) vertailivat kyselytutkimuksensa pohjalta yritysten perustajien ja ostajien ominaisuuksia ja kokemuksia sekä yritysten kehittymistä. Tutkimusaineisto muodostui 281, vuosina 2009- 2013 yrityksen ostaneen tai perustaneen, yrittäjän vastauksesta. Yrityksen perustajista 80 % ja yrityksen osta-

jista 78 % pitivät yrittäjäksi ryhtymistään onnistuneena tai erittäin onnistuneen valintana. Tutkimuksen kohderyhmässä olleista yrityksen itse perustaneista noin 13 % ja yrityskaupan toteuttaneista noin 8,5 % oli lopettanut toimintansa vuoteen 2014 mennessä. Liiketoiminnan lopettaminen ensimmäisien toimintavuosien aikana on siis yrityksen perustajilla selvästi todennäköisempää kuin yrityksen ostajilla. Vuoden 2013 lopussa ostetut yritykset olivat liikevaihdolla mitattuna keskimäärin noin puolet suurempia kuin perustetut yritykset. (Tall, Varamäki, Kettunen & Katajavirta 2015, 71- 73.)

Varamäki, Heikkilä, Tall, Viljamaa ja Länsiluoto (2013) selvittivät kyselytutkimuksella omistajanvaihdosten toteutusta ja onnistumista ostajan ja jatkajan näkökulmasta. Tutkimusaineistona oli 357 omistajanvaihdoksen vuosina 2008- 2012 toteuttanutta ostajaa. 82 % kyselyyn vastanneista piti omistajanvaihdosta onnistuneen tai erittäin onnistuneena. Vastaajajoukosta vain 9 % piti tekemäänsä yritysostoa epäonnistuneena tai erittäin epäonnistuneena. (Varamäki, Heikkilä, Tall, Viljamaa & Länsiluoto 2013, 69–71.)

Vuonna 2015 julkaistun valtakunnallisen omistajanvaihdosbarometrin (Varamäki, Tall, Joensuu & Katajavirta 2015, 103) mukaan alle 55-vuotiaista yrittäjistä 75 % ja 55-täyttäneistä yrittäjistä 73 % piti viimeisintä toteuttamaansa omistajanvaihdosta onnistuneen tai erittäin onnistuneena. Myös Ripatin (2006) kyselytutkimus pk-yritysten yrityskaupoista tuotti vastaavanlaisia tuloksia, eli kyselyyn vastanneiden yrittäjien mukaan suurin osa yrityskaupoista onnistuu hyvin tai erittäin hyvin.

Yhteenveto aiemmista tutkimuksista

Katramon, Laurialan, Matinlaurin, Niemelän, Svennaksen ja Wilkmanin mukaan kansainvälisten tutkimusten pohjalta on tehtävissä se johtopäätös, että yrityskaupoista jopa 50–70 prosenttia epäonnistuu ainakin osittain. Arvioiden mukaan vain alle kol-

mannes yrityskaupoista saavuttaa niille asetetut strategiset ja taloudelliset tavoitteet, kuten yrityksen arvon, sijoitetun pääoman tuoton ja kannattavuuden kasvattamisen. Yksittäistä ja hallitsevaa yrityskauppojen epäonnistumista selittävää tekijää ei ole mahdollista nimetä, vaan epäonnistumiseen johtaneet tekijät voivat olla hyvin erityyppisiä ja niitä voi olla useita. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Sennas ja Wilkmanin 2011, 67–69.)

Tässä tutkimuksessa esitetyt aiempien tutkimusten tulokset ovat keskenään osittain ristiriitaisia. Tulokset vaihtelevat aineiston, mittaustavan ja -periodin mukaan. Osakekurssipohjaisissa tutkimuksissa on päädytty pitkälti siihen tulokseen, että yrityskaupoilla on negatiivinen vaikutus ostajayritysten kurssikehitykseen pitkällä aikavälillä. Negatiiviset vaikutukset ovat korostuneet erityisesti aggressiivisissa yrityskaupoissa. Osakekursseihin pohjautuvat tutkimukset eivät kuitenkaan anna kovin tarkkaa kuvaa ostettavan liiketoiminnan kehittymisestä, sillä ostettava toiminta sulautuu osaksi ostajan liiketoimintaa ja yrityskokonaisuutta, eli toisin sanoen ostajaa ja ostettavaa kohdetta ei ole enää kaupanteon jälkeen mahdollista tarkastella erillisinä kokonaisuuksina. Ostettavan liiketoiminnan kehittymisen ja yrityskaupan vaikutusten tarkastelu muodostuu erityisen ongelmalliseksi, mikäli ostajana toimivan yrityksen koko on suuri ostettavan yrityksen kokoon nähden (De Langhe & Ooghe 2001, 3).

Myös yritysten tilinpäätöstietoihin pohjautuva tutkimus kallistuu pääosin sille kannalle, että yrityskauppojen haasteet näkyvät ostajayrityksissä ja ostokohteissa heikentyvänä taloudellisena kehityksenä. Tosin tutkimusten tuloksissa esiintyy runsaasti vaihtelevuutta riippuen tutkittavasta yritysjoukosta ja valitusta aikaperiodista. Poiketen valtavirrasta Peltopakan ym. (2016) tutkimuksessa omistajanvaihdoksista havaittiin koituneen selkeitä positiivisia vaikutuksia ostokohteisiin. Edellä mainittua poikkeamaa selittänee osaltaan tutkittavan kohderyhmän painottuminen Tekesin teknologia- ja osaamisintensiivisiin asiakasyrityksiin, joiden kasvu- ja kehittymispotentiaali olisi todennäköisesti voinut realisoitua myös ilman muutoksia yritysten omistuspoh-

jassa. Laitinen ym. (2011) puolestaan osoittavat omistajanvaihdoksilla olevan negatiivisia vaikutuksia tutkimuksessa, jossa tutkittava joukko edustaa paremmin koko pk-yritys – sektoria, mutta toisaalta taas tutkittava aikaperiodi on melko lyhyt.

Omistajanvaihdoksen läpikäyneille osapuolille tehtyjen kyselytutkimusten tulokset puolestaan antavat huomattavasti positiivisemmän kuvan yrityskauppojen onnistumisesta. Kyselytutkimusten mukaan jopa neljä viidesosaa vastaajista pitää omistajanvaihdosta onnistuneena. Kyselytutkimusten tulokset ovat siis selkeästi ristiriidassa taloudellisiin mittareihin perustuvan tutkimuksen kanssa.

Aiemman tutkimustiedon pohjalta ei ole muodostettavissa vahvoja oletuksia siitä, miten yrityskaupan kohteena olevien yritysten taloudellinen tilanne ja toimintaedellytykset kehittyvät yrityskaupan jälkeen. Tilinpäätösmuuttujiin pohjautuvaa tutkimustietoa vaikuttaa olevan vielä melko vähän saatavissa, mikä puolestaan vaikuttaisi johdettavan pitkälti yrityskauppojen seurantietojen heikosta saatavuudesta. Nyt tehtävä tutkimus vaikuttaisi siten täydentävän aiempien tutkimusten tuloksia ja lisäävän tietoa yrityskauppojen onnistumisesta.

3 Aineisto, tutkimusmenetelmät ja tutkimukseen valitut tilinpäätösmuuttajat

3.1 Tutkimusaineiston kerääminen

Tutkittava aineisto on kerätty toimeksiantaja Finnvera Oyj:n tietojärjestelmistä. Alkuvaiheessa toimeksiantajalta saatiin käyttöön tiedot kaikista vuosien 2010 ja 2011 aikana rahoitetuista omistajanvaihdoksista. Tämän jälkeen aineistosta karsittiin kaikki ne yritykset, jotka eivät täyttäneet tutkimukseen valituille yrityksille asetettuja kri-

teerejä ja joista ei ollut täyttä tilinpäätösaikasarjaa käytettävissä. Aineiston karsimisen jälkeen jäljelle jääneestä tutkimusjoukosta kerättiin tilinpäätöstunnusluvut toimeksiantajan tilinpäätösanalyysijärjestelmästä. Kerätyissä tunnusluvuissa on huomioitu Yritystutkimus ry:n (2011) suositusten mukaiset tilinpäätösoikaisut, joten tietojärjestelmistä kerättyihin tunnuslukuihin ei ole enää tiedonkeruun jälkeen tehty muutoksia. Ne tunnusluvut (liikevaihdon muutos, liikevaihto henkilöä kohden ja Laitisen Z-luku), joita ei ole saatu suoraan toimeksiantajan tietojärjestelmistä, on laskettu Excel-ohjelmiston laskentakaavoja hyödyntäen.

Toimeksiantaja on rahoittanut vuosina 2010 ja 2011 lähes 1500 omistajanvaihdosta (1 493 kpl). Tähän tutkimukseen valittu yritysjoukko on kooltaan 169 yrityksen suuruinen. Tutkimukseen valittu yritysjoukko on koko yrityskauppajoukkoa huomattavasti suppeampi valitun tutkimusmenetelmän ja tutkimusten rajausten vuoksi. Tutkittavan joukon ulkopuolelle on jäänyt yrityskauppoja muun muassa seuraavista syistä: koko yrityskauppajoukko sisältää runsaasti vähemmistöosuuksien kauppvoja, kaikilta asiakkailta ei ole onnistuttu keräämään täydellistä tilinpäätösaikasarjaa, tutkittava joukko ei sisällä liiketoimintakauppoja, osa kohteista on sulautettu ostajayritykseen tarkastelujakson aikana tai yrityksen toiminta on loppunut tarkastelujakson aikana. Tutkittavaan yritysjoukkoon ei ole valitun tutkimusmenetelmän myötä mahdollista sisällyttää tutkittavan aikajakson aikana konkurssiin ajautuneita yrityksiä, mutta tutkittava joukko kuitenkin sisältää useita sellaisia konkurssiyrityksiä, joissa konkurssi on tapahtunut tutkittavan aikajakson jälkeen.

3.2 Tutkittavan yritysjoukon taustatiedot

Tilinpäätösmuuttujien lisäksi tutkittavasta yritysjoukosta on kerätty toimeksiantajan tietojärjestelmiä hyödyntäen seuraavat taustatiedot:

- Omistajanvaihdon ajankohta
- Ostokohteen maakunta
- Yrityksen toimiala
- Ostajatyyppe
- Yrityksen kokoluokka

Omistajanvaihdon ajankohta

Tutkittava yritysjoukko on valikoitu vuosina 2010 ja 2011 toteutetuista yrityskaupoista. Tutkittavassa yritysjoukossa on yhteensä 169 yritystä. Tutkittavien yritysten omistajanvaihdoksista 93 kappaletta on toteutettu vuonna 2011 ja 76 kappaletta vuonna 2010.

Ostokohteen maakunta

Tutkittavasta yritysjoukosta löytyy yrityksiä lähes kaikista Suomen maakunnista pois lukien Ahvenanmaan maakunta. Eniten yrityksiä löytyy väestöpohjaltaan suurimmasta Uudenmaan maakunnasta. Tutkittavien yritysten sijainnin jakautumista eri maakuntiin havainnollistetaan tarkemmin taulukossa 1.

Taulukko 1. Ostokohteen maakunta

Etelä-Karjala	4
Etelä-Pohjanmaa	9
Etelä-Savo	9
Kainuu	5
Kanta-Häme	1
Keski-Pohjanmaa	3
Keski-Suomi	13
Kymenlaakso	2
Lappi	5
Pirkanmaa	11
Pohjanmaa	4
Pohjois-Karjala	18
Pohjois-Pohjanmaa	15
Pohjois-Savo	14
Päijät-Häme	10
Satakunta	13
Uusimaa	24
Varsinais-Suomi	9
Kaikki yhteensä	169

Yrityksen toimiala

Tutkittavan yritysjoukon toimialakirjo on varsin laaja. Yritysten toimialat on luokiteltu tarkimmalla mahdollisella tasolla Tilastokeskuksen (2008) Toimialaluokitus TOL 2008 – määritelmien mukaisesti. Tutkittavasta yritysjoukosta löytyy yrityksiä 98 eri toimialalta. Yksittäisistä toimialoista eniten yrityksiä löytyy seuraavilta toimialoilta: Metallien työstö (7 yritystä), Metallirakenteiden ja niiden osien valmistus (6 yritystä), Lämpö-, vesi- ja ilmastointiasennus (5 yritystä), Muualla luokittelematon erikoiskoneiden valmistus (5 yritystä), Sähköasennus (5 yritystä), Asuin- ja muiden rakennusten rakentaminen (4 yritystä), Huoltamotoiminta (4 yritystä), Moottoriajoneuvojen huolto ja korjaus (4 yritystä) ja Urheilualan tukkukauppa (4 yritystä). Edellä mainittujen lisäksi yhdeksältä toimialalta löytyy 3 kappaletta yrityksiä, kahdeksaltatoista toimialalta kaksi yritystä ja kuudeltakymmeneltäkahdelta toimialalta vain yksi yritys.

Ostajatyypit

Ostajatyypeistä selkeästi kolmena isoimpana ryhmänä lähes tasaosuuksin nousevat esiin ulkopuoliset henkilöostajat, sukupolvenvaihdokset sekä työntekijät. Toimivan johdon suorittamat kaupat sekä toisen yrityksen tai pääomasijoittajien suorittamat kaupat ovat puolestaan vähemmistössä. Ostajatyypin kappalemääräistä jakautumista tutkittavassa aineistossa on kuvattu tarkemmin taulukossa 2.

Taulukko 2. Ostajatyypit

Sukupolvenvaihdos	48
Toimiva johto (MBO)	17
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	8
Työntekijät (EBO)	47
Ulkopuolinen henkilöostaja	49
Kaikki yhteensä	169

Yrityksen kokoluokka yrityskauppavuonna

Tutkittava yritysjoukko sisältää pieniä ja keskisuuria yrityksiä jokaisesta Finnveran käyttämän kokoluokkamääritelmän yritystyypeistä. Selvästi merkittävin osa (57 %) yrityskaupan kohteena olleista yrityksistä on ollut 2-9 henkilöä työllistäviä mikroyrityksiä. Pieniä, 10–49 henkilöä työllistäviä, yrityksiä on aineistosta kolmannes (33 %). Tarkempi kokoluokkajakauma on esitetty taulukossa 3. Yhden henkilön yritysten vähäisyyttä aineistossa selittää tutkimukseen valitut rajaukset, sillä yksinyrittäjät toimivat usein henkilöyhtiömuodoissa, jolloin omistajavaihdosjärjestelyjen toteuttamiseen yleisimmin käytetty omistajanvaihdostapa on liiketoimintakauppa.

Taulukko 3. Ostokohteiden kokoluokka yrityskauppavuonna

Keskisuuret yritykset, 50–249 henkilöä	8
Mikroyritykset, 2-9 henkilöä	97
Pienet yritykset, 10–49 henkilöä	55
Yhden henkilön yritykset	9
Kaikki yhteensä	169

Taulukossa 4 esitetään ostokohteiden yrityskauppavuosien liikevaihdot eri ostajatyypeittäin. Koko tutkimusjoukon liikevaihdon mediaani on ollut yrityskauppavuonna 847 000 euroa. Liikevaihdoltaan koko yritysjoukon pienin yritys on ollut 37 000 euroa liikevaihtoa saavuttanut yritys ja suurin 59,6 miljoonaa euroa liikevaihtoa kerryttänyt yritys. Kooltaan selvästi muita ostajatyyppejä suurempia yrityksiä ovat ostaneet toiset yritykset ja pääomasijoittajat. Ulkopuoliset henkilöostajat ovat ostaneet medianiliikevaihdoltaan muita ostajatyyppejä pienempiä yrityksiä. Huomionarvoista on myös se, että jokaisessa ostajatyypissä ostokohteiden liikevaihtojen vaihteluväli pienimmän ja suurimman kohteen välillä on erittäin laaja.

Taulukko 4. Ostokohteiden liikevaihto (miljoonaa euroa) yrityskauppavuonna ostajatyypeittäin

	Alakvartiili	Mediaani	Yläkvartiili	Pienin	Suurin
Ulkopuolinen henkilöostaja	0,278	0,572	1,85	0,039	8,73
Toimiva johto (MBO)	0,462	0,719	1,32	0,084	29,6
Työntekijät (EBO)	0,376	0,847	1,325	0,078	10,5
Sukupolvenvaihdos	0,449	1,045	2,023	0,117	59,6
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	6,718	10,185	16,45	0,921	35,5
Koko yritysjoukko	0,374	0,847	1,97	0,039	59,6

3.3 Tilastolliset menetelmät

Tutkittavien yritysten kannattavuuden, taloudellisen aseman ja kasvun havainnollistamiseksi tutkimuksessa esitetään jokaisesta tunnusluvusta jokaiselle tarkasteluvuodelle mediaani, alakvartiili ja yläkvartiili. Kyseisten sijaintilukujen esittämisellä tavoitellaan suuren tietomäärän tiivistämistä selkeään ja ymmärrettävään muotoon. Tutkittavien tunnuslukujen vinosta jakaumasta johtuen tunnuslukujen keskiarvoa ei voida tutkimuksessa luotettavasti käyttää. Havainnointiaineiston kahtia jakava mediaani on vinoille jakaumille hyvin soveltuva sijaintiluku. Havainnoitavan aineiston arvoista puolet on mediaania pienempiä ja puolet suurempia. Mikäli havaintoarvoja on parillinen määrä, mediaaniksi ilmoitetaan kahden keskimmäisen luvun keskiarvo. Ala- ja yläkvartiili jakavat yhdessä mediaanin kanssa havainnoitavan aineiston neljään osaan. Alakvartiili ilmoittaa arvon, jota pienempiä arvoja on 25 % aineiston arvoista. Yläkvartiili puolestaan ilmoittaa arvon, jonka alle jää kolme neljäsosaa aineiston arvoista. (Heikkilä 2005, 82–85)

Valittujen sijaintilukujen havainnoinnin pohjalta esiin nousevien tulosten tilastollista merkitsevyyttä testataan Wilcoxonin merkittyjen sijalukujen testillä. Testiä käytetään kahden tarkasteltavan vuoden tilinpäätöstunnuslukujakaumien keskinäiseen vertailuun. Wilcoxonin testiä käytettäessä aineistolta ei tarvitse edellyttää normaalijakautuneisuutta ja testi soveltuu kahden riippuvan otoksen vertailuun. Testillä testataan nollahypoteesia: Ryhmät eivät eroa tunnuslukujen sijainniltaan toisistaan, eli vastinparivuosien tunnuslukujakaumien välillä ei ole tapahtunut muutosta. Testisuure lasketaan vastinparien erotusten avulla laittamalla erotukset ensin niiden itseisarvojen suuruuden perusteella järjestykseen, jonka jälkeen positiiviset muutokset merkitään plusmerkillä ja negatiiviset muutokset miinusmerkillä. Tämän jälkeen sekä positiiviset luvut ja negatiiviset luvut lasketaan yhteen ja niistä muodostetaan testisuure. (Holopainen & Pulkkinen 2008, 198–199)

Wilcoxonin merkittyjen sijalukujen testit tehdään SPSS -tilasto-ohjelmistolla. Ohjelmisto laskee nollahypoteesin hylkäämisvirheen todennäköisyyden, jota sanotaan p-arvoksi. P-arvo kertoo todennäköisyyden sille, että havaittu poikkeama nollahypoteesista voidaan selittää otantavirheellä. P-arvon lähestyessä nollaa perusteet nollahypoteesin hylkäämiselle vahvistuvat ja saatujen tulosten tilastollinen merkitsevyys kasvaa. Tässä tutkimuksessa hyödynnetään yleisesti käytettyjä merkitsevyystasoja:

1. Tulos on tilastollisesti melkein merkitsevä p-arvon ollessa 0,05 tai sen alle
2. Tulos on tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 0,01 tai sen alle
3. Tulos on tilastollisesti erittäin merkitsevä p-arvon ollessa 0,001 tai sen alle

(Holopainen & Pulkkinen 2008, 176–178 & Leppälä 2004, 21–22)

3.3 Tutkimukseen valitut tilinpäätösmuuttujat

Tähän tutkimukseen valitut tilinpäätösmuuttujat ovat jaettavissa viiteen pääryhmään. Jaottelun runko pohjautuu Salmen (2006, 266) esittämään yrityksen taloudellisen perusta – malliin, jossa yrityksen talous rakentuu neljästä eri pääkomponentista: kannattavuus, vakavaraisuus, maksuvalmius ja kasvu. Tässä tutkimuksessa pääryhmää kasvu laajennetaan käsittämään myös toiminnan laajuutta kuvaavat tunnusluvut ja uutena ryhmänä lisätään useampaan tunnuslukuun pohjautuvat pisteyttämismallit (Finnveran riskipisteytys ja Laitisen Z-luku). Tämän tutkimuksen tilinpäätösmuuttujien viisi pääryhmää siis ovat: Toiminnan laajuus & kasvu, kannattavuus, vakavaraisuus, maksuvalmius ja useamman tunnusluvun pisteytysmallit.

Tutkimuksessa käytettävät tilinpäätöstunnusluvut pohjautuvat ostokohteiden Finnveralle toimittamiin virallisiin tilinpäätöstietoihin, joihin on tehty Finnveran tilinpäätösanalyysitoiminnon toimesta tilinpäätösoikaisut, joiden keskeisenä tavoitteena on saada eri yritykset ja vuodet keskenään vertailukelpoisiksi. Tässä yhteydessä oikaisu-

jen sisältöä ei käydä tarkemmin läpi. Oikaisut vastaavat Yritystutkimus ry:n (2011) ohjeistuksia. Tutkimuksessa käytettävien tunnuslukujen laskentakaavat vastaavat myös Yritystutkimus ry:n (2011) suosituksia.

Toiminnan laajuus & kasvu

1. Liikevaihto. Liikevaihdolla tarkoitetaan yrityksen myyntituottojen summaa, josta on vähennetty arvonlisäveron osuus
2. Liikevaihdon muutosprosentti. Tunnusluvulla voidaan kuvata toiminnan liikevaihtoon suhteutettua kasvua tai supistumista. (Yritystutkimus ry 2011, 75)

$$\text{Liikevaihdon muutos, \%} = \frac{\text{Liikevaihdon muutos (12kk)}}{\text{Liikevaihto edellisellä kaudella (12kk)}} \times 100$$

3. Henkilöstömäärä. Tunnusluku kuvaa henkilökunnan keskimääräistä määrää tilikaudella.
4. Liikevaihto/henkilö. Tunnusluvulla voidaan arvioida yrityksen ja henkilöstön tehokkuutta. (Yritystutkimus ry 2011, 75)

$$\text{Liikevaihto/Henkilö} = \frac{\text{Liikevaihto (12kk)}}{\text{Henkilöstö keskimäärin tilikaudella}}$$

Kannattavuus

5. Käyttökateprosentti. Tunnusluku kertoo yrityksen liiketoiminnan tuloksen ennen poistoja ja rahoituseriä. Käyttökateprosentti on käyttökelpoinen lähinnä saman toimialan yritysten vertailussa, sillä tunnusluvun vaihteluvälit ovat eri toimialoilla hyvin erilaiset. Esimerkkejä käyttökatteiden normaaleista vaihteluväleistä eri toimialoilla: teollisuus 5-20 %, kauppa 2-10 % ja palvelu 5-15 %. (Yritystutkimus ry 2011, 61)

$$\text{Käyttökate- \%} = \frac{\text{Käyttökate}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \times 100$$

6. Liiketulosprosentti. Tunnusluku kertoo kuinka paljon varsinaisen liiketoiminnan tuotoista on jäljellä ennen rahoituseriä ja veroja. Liiketuloksesta yrityksen tulee kattaa rahoituskulut, verot ja voitonjako, joten liiketuloksen tarve riippuu paljolti yritykseen sijoitetun oman ja vieraan pääoman määrästä ja kustannuksista. Liiketulosprosenttia arvioidessa voidaan käyttää seuraavia yleisiä ohjearvoja: Yli 10 % = hyvä, 5-10 % = tyydyttävä, alle 5 % = heikko. (Yritystutkimus ry 2011, 61- 62)

$$\text{Liiketulos- \%} = \frac{\text{Liiketulos}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \times 100$$

7. Nettotulosprosentti. Tunnusluku kertoo kuinka paljon yritys tekee tulosta kaikkien kulujen sekä verojen vähentämisen jälkeen. Jotta liiketoimintaa voidaan pitää kannattavana, tulee yrityksen kyetä tekemään positiivista nettotulosta. (Yritystutkimus ry 2011, 62)

$$\text{Nettotulos- \%} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Liiketoiminnan tuotot yhteensä}} \times 100$$

8. Kokonaispääoman tuottoprosentti. Tunnusluku kertoo kuinka paljon tuottoa on saatu kaikelle yritykseen sijoitetulle pääomalle. Kokonaispääoman tuotolle voidaan asettaa seuraavanlaisia ohjearvoja: Yli 10 % = hyvä, 5-10 % = tyydyttävä, alle 5 % = heikko. (Yritystutkimus ry 2011, 63–64)

$$\text{Kokonaispääoman tuotto- \%} = \frac{\text{Nettotulos + rahoituskulut + verot (12 kk)}}{\text{Oikaistu taseen loppusumma keskimäärin tilikaudella}} \times 100$$

Vakavaraisuus

9. Omavaraisuusaste. Tunnusluku mittaa yrityksen oman pääoman suhdetta taseen loppusummaan. Käytännössä tunnusluku kertoo yrityksen tappionsieto- ja vastuidenhoitokyvystä pitkällä aikavälillä. Korkean omavaraisuuden omaava yritys pystyy sietämään heikompia kausia ja tappiollisia jaksoja ajautumatta ongelmiin, kun taas matalan omavaraisuuden omaava yritys saattaa ajautua nopeasti ongelmiin heikomman jakson osuessa kohdalle. Omavaraisuudelle voidaan asettaa seuraavia yleisiä ohjearvoja: Yli 40 % = hyvä, 20–40 % = tyydyttävä, alle 20 % = heikko. (Yritystutkimus ry 2011, 66- 67)

$$\text{Omavaraisuusaste, \%} = \frac{\text{Oikaistu oma pääoma}}{\text{Oikaistun taseen loppusumma – saadut ennakot}} \times 100$$

10. Suhteellinen velkaantuneisuus. Tunnusluku mittaa velkojen suhdetta liikevaihtoon. Mitä korkeampi suhteellinen velkaantuneisuus on, sitä parempaa liiketulosta yrityksen täytyy tehdä velvoitteistaan selviämiseksi. Suhteelliselle velkaantuneisuudelle voidaan asettaa seuraavia ohjearvoja: alle 40 % = hyvä, 40–80 % = tyydyttävä, yli 80 % = heikko. (Yritystutkimus ry 2011, 67)

$$\text{Suhteellinen velkaantuneisuus, \%} = \frac{\text{Oikaistun taseen velat} - \text{saadut ennakot}}{\text{Liikevaihto (12 kk)}} \times 100$$

Maksuvalmius

11. Quick ratio. Tunnusluku mittaa yrityksen kykyä selvittää lyhytaikaisista veloistaan pelkällä rahoitusomaisuudellaan. Tunnusluvun ollessa 1, yrityksen rahoitusomaisuus kattaa lyhytaikaisten velkojen määrän. Mitä korkeamman arvon tunnusluku saa, sitä enemmän yrityksellä on rahoitusomaisuutta suhteessa lyhytaikaisiin velkoihin. Mikäli yritys pystyy tekemään runsaasti tulo-rahoitusta voi se kuitenkin tulla toimeen myös pienimmillä rahoituspuskureilla, jolloin on mahdollista, että hyväkin yritys saa tunnusluvun arvoksi alle 1. Quick ratiolle voidaan asettaa seuraavia ohjearvoja: yli 1 = hyvä, 0,5–1 = tyydyttävä, alle 0,5 = heikko. (Yritystutkimus ry 2011, 71)

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Rahoitusomaisuus} - \text{osatuloutuksen saamiset}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma} - \text{lyhytaikaiset saadut ennakot}}$$

12. Current ratio. Tunnusluku mittaa Quick ration tapaan yrityksen kykyä selvittää lyhytaikaisista vastuistaan. Current ration kohdalla tarkasteluperiodi on kuitenkin jonkin verran pidempi, sillä sen kohdalla ajatellaan, että myös vaihto-

omaisuus voitaisiin realisoida lyhytaikaisien velvoitteiden hoitamiseen. Current ratiolle voidaan asettaa seuraavia ohjearvoja: yli 2= hyvä, 1-2= tyydyttävä, alle 1= heikko. (Yritystutkimus ry 2011, 71- 72)

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Vaihto-omaisuus} + \text{rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}}$$

Useamman tunnusluvun pisteytysmallit

13. Finnveran riskipisteytys. Tunnusluku kuvaa Finnveran analyysijärjestelmän yritykselle tilikaudesta antamaa riskipisteytystä. Pisteytys muodostuu kannattavuuden, tulo-rahoituksen riittävyyden ja rahoitusrakenteen arvottamisesta analyysijärjestelmässä määritettyjen painotusten mukaan.
14. Laitisen kolmen muuttujan Z-luku. Luvulla pyritään erottelamaan konkurssiyritykset terveistä yrityksistä. Luvun kriittinen arvo on 18,0, jota pienemmän arvon saadessaan yritys luokitellaan konkurssiyritykseksi. (Laitinen 2004, 307.)

$$Z = 1.77 \times \text{rahoitustulos} + 14.14 \times \text{Quick ratio} + 0.54 \times \text{Omavaraisuusaste}$$

Laitisen Z-luvun ohjeelliset arvot ovat: alle 5= erittäin heikko, 5-18= heikko, 18-28= tyydyttävä, yli 40= erinomainen. (Balance Consulting.)

4 Ostokohteen kasvu, kannattavuus ja taloudellinen asema ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen

4.1 Ostokohteen tunnusluvut ja niiden kehittyminen ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen

Tämän luvun taulukoissa esitetään ostokohteiden tunnuslukujen mediaani sekä ylä- ja alakvartiili jokaiselta tarkasteluvuodelta. Taulukoiden yläsarakkeissa esitetyt numerorvot kuvaavat tarkasteltavia vuosia seuraavasti: Vuosi ennen yrityskauppaa = -1, Yrityskauppavuosi = 0v, Yrityskaupan jälkeinen vuosi = +1, Toinen yrityskaupan jälkeinen vuosi = +2 ja Kolmas yrityskaupan jälkeinen vuosi = +3. Taulukoiden pohjalta esiin nousevien havaintojen vahvistamiseen ja tilastollisen merkitsevyyden todentamiseen käytetään Wilcoxonin merkittyjen sijalukujen testiä, josta saadut tulokset on raportoitu osana tämän luvun tekstiä. Tässä osiossa tutkittavana otoksena käytetään koko tutkimusjoukkoa, eli yhteensä 169 ostokohdetta.

Toiminnan laajuus ja kasvu

Ostokohteiden liikevaihto on kehittynyt omistajanvaihdoksen jälkeisellä aikavälillä suotuisasti (ks. taulukko 5). Ostokohteiden liikevaihdon mediaani on kasvanut yrityskauppavuoden 847 000 eurosta kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden 997 000 euroon. Vahvaa kasvua on havaittavissa myös tunnusluvun ylimmän ja alimman neljänneksen yrityksissä. Liikevaihdon kasvutrendi on ollut melko tasainen koko tarkasteltavan aikaperiodin aikana. Suurin osa tutkimusjoukon yrityksistä (102 yritystä) on onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan yrityskauppavuodesta kolmanteen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä, kun negatiivisia muutoksia liikevaihdossa koki selvästi pienempi osa yrityksistä (66 yritystä), yhden yrityksen liikevaihto säilyi ennallaan. Yrityskauppaa edeltävästä vuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuo-

teen mennessä liikevaihtoaan on onnistunut kasvattamaan jopa 118 yritystä, kun negatiiviseen kehitykseen joutui tyytymään 50 yritystä, yhden yrityksen liikevaihto säilyi ennallaan. Liikevaihdon positiivinen kehitys on ollut molemmilla edellä mainituilla aikaväleillä tilastollisesti erittäin merkitsevää (p -arvot = 0,000). Koko tutkimusjoukon yhteenlaskettu liikevaihto on kasvanut yrityskauppavuoden 408 696 000 eurosta kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden 461 264 000 euroon. Liikevaihdon muutosta tarkasteltaessa on kuitenkin hyvä huomioida mahdollisuus siihen, että yritysten eri vuosien liikevaihdot eivät välttämättä ole rahan arvon muutosten vuoksi keskenään täysin vertailukelpoisia (ks. esim. Tilastokeskus, Rahanarvonkerroin 1860–2015).

Yritysten suhteellinen kasvu on ollut vauhdikkainta juuri yrityskauppavuonna ja heti yrityskaupan jälkeisenä vuonna, minkä jälkeen suhteellisen kasvun vauhti on selvästi hidastunut (ks. taulukko 5). Liikevaihdon kasvun mediaani on ollut yrityskauppavuotena ja sen jälkeisenä vuotena yli 8 %, mutta toisena ja kolmantena yrityskaupan jälkeisenä vuotena mediaani on jäänyt alle 2 prosenttiin vuodessa. Myös tutkimusjoukon ylimmän neljänneksen kasvuvauhti on ollut yrityskauppavuonna ja sen jälkeisenä vuonna selvästi muita vuosia parempaa. Verrattaessa yrityskauppavuoden suhteellista kasvua toiseen tai kolmanteen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen voidaan todeta, että suhteellinen kasvu on hidastunut myös tilastollisesti erittäin merkitsevästi (p -arvot 0,000). Liikevaihdon suhteellinen kasvu on hidastunut 115 yrityksellä ja nopeutunut 54 yrityksellä yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä. Toisaalta taas tarkasteltaessa suhteellista kasvua vuosi ennen yrityskauppaa ja kolme vuotta sen jälkeen, voidaan todeta, ettei tunnusluvussa ole näiden vuosien välillä tilastollisesti merkitsevää eroa (p -arvo = 0,672). Yritysten suhteellista kasvua tarkasteltaessa on hyvä myös huomioida mahdollisuus siihen, että osa tarkasteltavien vuosien kasvuprosenttien eroista selittyy yleisen taloussuhdanteen kehityksellä. Toisen ja kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden suhteellinen kasvu vaikuttaa yrityskauppavuoteen verrattaessa matalalta, mutta toisaalta suhteellinen kasvu on säilynyt hyvänä, mikäli vertailukohdaksi otetaan esimerkiksi kansantalouden

kasvun määrästä kertova bruttokansantuote, jonka kehitys on ollut vuosina 2012, 2013 ja 2014 negatiivista (Tilastokeskus, Kansantalouden tilinpito 2016).

Tarkasteltaessa henkilökunnan määrää on havaittavissa, että ostokohteet työllistävät enemmän työntekijöitä 3 vuotta yrityskaupan jälkeen kuin yrityskauppavuonna (ks. taulukko 5). Kyseisellä ajanjaksolla henkilökunnan määrän mediaani on kasvanut yhdellä henkilöllä. Henkilökunnan määrää on onnistunut kasvattamaan 72 yritystä, henkilökuntaa vähentämään on joutunut 55 yritystä, ja 42 yrityksessä henkilökunnan määrä on pysynyt ennallaan. Positiivinen kehitys on tilastollisesti melko merkitsevää (p -arvo= 0,034). Henkilökunnan määrässä on havaittavissa tilastollisesti merkitsevää (p -arvo= 0,010) kasvua jo yrityskauppavuodesta sen jälkeiseen vuoteen mennessä. Yrityskaupan jälkeisen ja kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden henkilökuntamäärissä ei enää ole havaittavissa tilastollisesti merkitsevää eroa (p -arvo= 0,585), eli yritysten kyky palkata uusia työntekijöitä ei ole enää yrityskaupan jälkeisen vuoden jälkeen merkittävästi parantunut. Koko tutkimusjoukon yhteen laskettu työntekijämäärä on kasvanut yrityskauppavuoden 2 394 työntekijästä yrityskaupan jälkeisen kolmannen vuoden 2 531 työntekijään. Korkeimmillaan koko tutkimusjoukon yhteen laskettu työntekijämäärä on ollut yrityskaupan jälkeisenä vuotena, jolloin yritykset työllistivät yhteensä 2584 työntekijää.

Ostokohteet ovat onnistuneet yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla parantamaan tehokkuuttaan, eli liikevaihto per työntekijä on ollut kasvussa (ks. taulukko 5). Ostokohteiden työntekijäkohtaisen liikevaihdon mediaani on kasvanut yrityskauppaa edeltävän vuoden 102 000 eurosta kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden 123 000 euroon. Selkeää kasvua on havaittavissa myös yritysjoukon ylimmän ja alimman neljänneksen tehokkuudessa. Kyseisellä aikavälillä tehokkuuttaan on onnistunut parantamaan 113 yritystä ja tehokkuuden heikentymiseen on joutunut tyytymään 56 yritystä. Edellä mainittu positiivinen kehitys on tilastollisesti erittäin merkitsevää (p -arvo= 0,000). Tehokkuuden kasvua on tapahtunut myös yrityskauppavuodesta kolmanteen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä, mutta positiivinen kehitys ei

kuitenkaan yllä tilastollisesti merkitseväksi (p-arvo= 0,108). Erityisen vahvaa ja tilastollisesti merkitsevää positiivinen kehitys on ollut jo yrityskauppaa edeltävästä vuodesta yrityskauppavuoteen mennessä (p-arvo= 0,000) sekä yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä (p-arvo= 0,032).

Taulukko 5. Ostokohteiden toiminnan laajuus ja kasvu

1. Liikevaihto (miljoonaa euroa)	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	2,370	2,100	2,220	1,970	1,490
Mediaani	0,997	1,020	0,987	0,847	0,752
Alakvartiili	0,451	0,401	0,398	0,374	0,314

2. Liikevaihdon muutos%	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	11,49 %	13,96 %	24,54 %	26,48 %	11,51 %
Mediaani	0,48 %	1,91 %	8,62 %	8,40 %	-1,21 %
Alakvartiili	-10,37 %	-6,42 %	-6,18 %	-2,09 %	-16,05 %

3. Henkilöstömäärä	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	14	15	15	13	13
Mediaani	8	7	8	7	7
Alakvartiili	4	4	4	4	4

4. Liikevaihto (miljoonaa euroa) /työntekijä	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	0,182	0,174	0,181	0,170	0,160
Mediaani	0,123	0,121	0,120	0,111	0,102
Alakvartiili	0,082	0,083	0,077	0,077	0,066

Kannattavuus

Mediaaneja tai ylä- ja alakvartiileja tarkasteltaessa ostokohteiden kannattavuus on useimmilla mittareilla parantunut yrityskauppaa edeltävästä vuodesta yrityskauppa-

vuoteen ja sen jälkeiseen vuoteen mennessä (ks. taulukko 6). Kannattavuus on kuitenkin notkahtanut myöhempinä yrityskaupan jälkeisinä vuosina. Verrattaessa yrityskauppavuoden kannattavuutta kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden kannattavuuteen on kehitys ollut negatiivista suurimmalla osalla tutkimusjoukon yrityksistä:

- Käyttökateprosentti on heikentynyt 95 yrityksellä, parantunut 73 yrityksellä ja pysynyt ennallaan 1 yrityksellä. Negatiivinen kehitys on lähellä tilastollisesti merkitsevää tasoa (p -arvo= 0,087).
- Liiketulosprosentti on heikentynyt 99 yrityksellä ja parantunut 70 yrityksellä. Negatiivinen kehitys on lähellä tilastollisesti merkitsevää tasoa (p -arvo= 0,059).
- Nettotulosprosentti on heikentynyt 93 yrityksellä, parantunut 75 yrityksellä ja pysynyt ennallaan 1 yrityksellä. Kehitys on negatiivista, mutta ei tilastollisesti merkitsevää (p -arvo= 0,126).
- Kokonaispääoman tuotto-prosentti on heikentynyt 98 yrityksellä ja parantunut 71 yrityksellä. Negatiivinen kehitys on tilastollisesti melkein merkitsevää (p -arvo= 0,013).

Edellä mainituista tuloksista erityisen mielenkiintoiselta vaikuttaa ostokohteiden kokonaispääoman tuotto-prosentin selkeä heikkeneminen. Tunnusluvun heikkenemisestä voidaan päätellä, että yrityksen ostaneet tahot eivät ole onnistuneet pitämään yritykseen investoituja pääomia yhtä tuottavassa käytössä yrityskaupan jälkeen kuin ne olivat yrityskauppahetkellä. Vaikka työntekijäkohtaisen liikevaihdon todettiin kasvaneen, näyttäisi siltä, että vastaavasti kasvua on kertynyt myös yritysten kuluihin ja toimintaan sitoutuneeseen pääomaan, jolloin tehokkuuden kasvu ei ole näkynyt vastaavana kannattavuuden kasvuna. Verrattaessa tutkittavaa aineistoa Yritystutkimus ry:n antamiin ohjearvoihin voidaan todeta, että kokonaispääoman tuoton mediaani on ollut yrityskauppavuonna ja sitä seuraavana vuotena hyvällä tasolla, mutta tipahtanut myöhempinä yrityskaupan jälkeisinä vuosina tyydyttäväksi. Todennäköisenä

voidaan pitää myös sitä, että toisen ja kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden alakvartiilien nollatason kokonaispääoman tuotto ei riitä kattamaan yritykseen pääomia sijoittaneiden tahojen tuottovaateita.

Mikäli tutkimusperiodin vuosista vastinparivertailuun otetaan yrityskauppaa edeltävä vuosi ja kolmas yrityskaupan jälkeinen vuosi, tunnuslukujen erot ovat mediaaneja ja ala- sekä yläkvartiileja tarkasteltaessa melko pieniä. Vuosien välillä ei ole myöskään havaittavissa tilastollisesti merkitseviä eroja, sillä Wilcoxonin merkittyjen sijalukujen testistä saadut p-arvot vaihtelevat eri tunnusluvuissa välillä 0,397- 0,899.

Yritystutkimus ry on antanut kannattavuuden tunnusluvuista yleiset, toimialariippumattomat, ohjearvot myös liike-tulosprosentin suhteen: Yli 10 % = hyvä, 5-10 % = tyydyttävä, alle 5 % = heikko (Yritystutkimus ry 2011, 61- 62). Liike-tulosprosentin ohjearvoihin nähden hyvälle tasolle yltää vain tutkimusjoukon ylin neljännes yrityskauppuvuonna. Tutkimusjoukon mediaani jää heikoksi kaikkina tarkasteluvuosina lukuun ottamatta yrityskaupan jälkeistä vuotta. Yrityskaupan jälkeisenä ajanjaksona negatiivista kehitystä on havaittavissa erityisesti tutkimusjoukon alimmassa neljänneksessä, jonka liike-tulosprosentti painuu nollassa toisena yrityskaupan jälkeisenä vuonna ja miinusmerkkiseksi kolmantena vuonna yrityskaupan jälkeen.

Taulukko 6. Ostokohteiden kannattavuus

5. Käyttökate	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	12,10 %	11,30 %	12,50 %	12,40 %	12,50 %
Mediaani	6,92 %	6,22 %	7,46 %	7,65 %	6,65 %
Alakvartiili	1,82 %	1,73 %	3,13 %	2,96 %	2,34 %
6. Liiketulos	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	8,24 %	8,41 %	8,98 %	10,30 %	9,16 %
Mediaani	4,27 %	4,11 %	5,07 %	4,68 %	3,38 %
Alakvartiili	-0,37 %	0,00 %	1,31 %	1,08 %	0,51 %
7. Nettotulos	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	6,25 %	5,77 %	6,51 %	7,65 %	6,55 %
Mediaani	2,75 %	2,74 %	3,32 %	3,02 %	2,20 %
Alakvartiili	-0,56 %	-0,88 %	0,38 %	0,23 %	-0,69 %
8. Kokonaispää- oman tuotto	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	19,20 %	18,90 %	22,90 %	25,70 %	19,40 %
Mediaani	8,49 %	9,33 %	12,70 %	11,50 %	7,82 %
Alakvartiili	0,00 %	0,82 %	3,59 %	2,90 %	0,92 %

Vakavaraisuus

Ostokohteiden vakavaraisuuden tunnusluvuissa voidaan havaita tapahtuneen heikentymistä yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla (ks. taulukko 7). Omavaraisuusasteen mediaani on laskenut yrityskauppaa edeltävän vuoden 38,2 prosentista yrityskaupan jälkeisen kolmannen vuoden 29,6 prosenttiin. Samalla aikavälillä suhteellisen velkaantuneisuuden mediaaniluku on noussut 24,6 prosentista 28,8 prosenttiin. Myös tunnuslukujen ala- ja yläneljänneksissä on havaittavissa vastaavan suuntaista heikentymistä. Tunnuslukujen heikentyminen yrityskauppaa edeltävästä vuodesta kolmannen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä on tilastollisesti merkitsevää kuitenkin vain omavaraisuusasteen suhteen:

- Omavaraisuusaste on heikentynyt 102 yrityksellä ja parantunut 67 yrityksellä. Tunnusluvun heikentyminen on tilastollisesti erittäin merkitsevää (p-arvo= 0,001).
- Suhteellinen velkaantuneisuus on kasvanut 90 yrityksellä ja laskenut 79 yrityksellä. Tunnusluvussa havaittua muutosta ei voi pitää tilastollisesti merkitseväenä (p-arvo= 0,264)

Omavaraisuusasteen merkittävää laskua edellä mainitulla ajanjaksolla selittänee se, että yrityksiin usein kertyy sellaista ylimääräistä varallisuutta, jota ei ole järkevä sisällyttää yrityskauppaan ja jonka omistajat useimmiten nostavat yrityksestä ennen omistajanvaihdon toteutumista. Varojenjakotapa voi olla järjestely, jossa yhtiö ostaa omia osakkeitaan tai muulla tapaa jakaa vapaita omia pääomiaan omistajille. Edellä mainittu järjestely pienentää yrityksen taseessa olevan oman pääoman määrää, mikä taas puolestaan heikentää yrityksen omavaraisuusastetta, eli oman pääoman suhdetta kaikkeen yritykseen sijoitettuun pääomaan nähden. Todennäköisenä voidaan pitää myös sitä, että yrityksistä maksettava kauppasumma lisää osingonjakopaineita ja siten kuormittaa ostokohteiden taloutta useita vuosia yrityskaupan jälkeen. Toisin sanoen ostajien tulee monesti kotiuttaa voittovaroja ostokohteista pysyäkseen hoitamaan kauppasumman maksamiseen nostetut rahoitukset. Vastaavasti, jos yrityksellä on vähemmän voittovaroja käytettävissä liiketoiminnan investointien rahoittamiseen, tulee suurempi osa investoinnista rahoittaa velalla, mikä puolestaan selittäisi myös suhteellisessa velkaantuneisuudessa havaittua kasvua.

Yrityskaupan jälkeisen vertailukelpoisen trendin seuraamiseksi vastinparivertailuun voidaan ottaa yrityskauppavuoden ja yrityskaupan jälkeisen kolmannen vuoden tunnusluvut. Tarkasteltaessa vuosiparin mediaaneja sekä ylä- ja alakvartiileja voidaan havaita omavaraisuusasteessa hienoista laskua ja suhteellisessa velkaantuneisuudessa hienoista kasvua. Negatiiviset muutokset eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä, sillä p-arvo on omavaraisuusasteen osalta 0,708 ja suhteellisen velkaantuneisuuden osalta 0,582.

Mikäli ostokohteiden vakavaraisuuden tunnuslukujen mediaanit sekä ylä- ja alakvartiilit luokitellaan kyseisten tunnuslukujen yleisten ohjearvojen (Yritystutkimus ry 2011, 66- 67) perusteella, eroavaisuuksia eri vuosien väliltä ei juuri löydy. Omavaraisuusasteen osalta yritysten paras neljännes (yläkvartiili) yltää jokaisena tarkasteluvootena hyvälle tasolle (omavaraisuusaste yli 40 %), mediaani tyydyttävälle tasolle (omavaraisuusaste 20–40 %) ja heikoin neljännes (alakvartiili) jää heikolle tasolle (omavaraisuusaste alle 20 %). Suhteellisessa velkaantuneisuudessa tutkimusjoukon paras neljännes (alakvartiili) ja mediaani yltyvät joka vuosi hyvälle tasolle (suhteellinen velkaantuneisuus alle 40 %) ja heikoin neljännes (yläkvartiili) jää joka vuosi tyydyttävälle tasolle (suhteellinen velkaantuneisuus 40–80 %).

Taulukko 7. Ostokohteiden vakavaraisuus

9. Omavaraisuusaste	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	50,00 %	49,20 %	47,40 %	52,00 %	65,20 %
Mediaani	29,60 %	26,80 %	27,30 %	30,60 %	38,20 %
Alakvartiili	10,20 %	9,70 %	15,50 %	12,80 %	17,10 %

10. Suhteellinen velkaantuneisuus	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	47,80 %	48,70 %	47,30 %	43,60 %	44,30 %
Mediaani	28,80 %	29,50 %	27,90 %	25,60 %	24,60 %
Alakvartiili	16,10 %	17,30 %	15,40 %	14,50 %	12,20 %

Maksuvalmius

Ostokohteiden maksuvalmiuden tunnuslukujen mediaaneissa sekä ala- ja yläkvartiileissa voidaan havaita tapahtuneen heikentymistä yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla (ks. taulukko 8). Quick ration mediaani on heikentynyt yrityskauppavuoden luvusta 0,98 kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden lukuun 0,87. Vastaavalla aikavälillä Current ration mediaani on heikentynyt luvusta 1,53 lukuun 1,47. Myös molem-

pien tunnuslukujen ala- ja yläkvartiileissa on havaittavissa vastaavan suuntaista kehitystä. Wilcoxonin merkittyjen sijalukujen testi kuitenkin osoittaa, että erot kyseisten vuosien välillä eivät ole tilastollisesti merkitseviä, testin p-arvojen ollessa Quick ration osalta 0,344 ja Current ration osalta 0,157.

Mikäli vastinparivertailuun otetaan yrityskauppaa edeltävä vuosi ja kolmas yrityskaupan jälkeinen vuosi niin vastinparien erot ja tunnuslukujen heikentyminen muuttuvat myös tilastollisesti merkitseviksi:

- Quick ratio on heikentynyt 91 ja parantunut 78 yrityksellä. Negatiivinen kehitys on tilastollisesti melkein merkitsevää (p-arvo= 0,046).
- Current ratio on heikentynyt 90 yrityksellä, parantunut 78 yrityksellä ja säilynyt yhdellä ennallaan. Negatiivinen kehitys on tilastollisesti melkein merkitsevää (p-arvo= 0,032).

Vaikka molemmissa maksuvalmiuden tunnusluvuissa on havaittavissa yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla heikentymistä, ovat tunnusluvut säilyneet yleisiin tunnuslukujen ohjearvoihin (Yritystutkimus ry 2011, 71- 72) nähden pääpiirteittäin kohtuullisina. Quick ration osalta alakvartiili alittaa heikoksi luokitellun tason (alle 0,5) ainoastaan toisena ja kolmantena yrityskaupan jälkeisenä vuotena. Quick ration mediaani pysyttelee hyväksi luokitellun tason (yli 1) tuntumassa lähes koko tarkastelujakson ajan ja hienoista heikentymistä on havaittavissa ainoastaan kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden kohdalla. Current ration osalta yläkvartiili säilyy koko tarkastelujakson ajan hyvällä tasolla (yli 2), mediaani tyydyttävällä tasolla (1-2) ja alakvartiilikin pysyttelee lähellä tyydyttävän alarajaa (1).

Havaittavissa olevan maksuvalmiuden heikentymisen voidaan todeta nostaneen ostokohteiden maksukykyyn liittyviä riskejä. Toisaalta mahdollista on myös se, että yrityksille on ennen yrityskauppaa kertynyt ylimääräistä likviditeettiä, jota on yrityskaupan yhteydessä ja sen jälkeen päädytty purkamaan. Toisin sanoen taseen omaisuutta

on saatettu yrityskaupan jälkeen onnistua hyödyntämään myös paremmin tuottavaan tarkoitukseen kuin ylimääräisen maksuvalmiuden ylläpitämiseen.

Taulukko 8. Ostokohteiden maksuvalmius

11. Quick ratio	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	1,5	1,57	1,67	1,58	1,83
Mediaani	0,87	1	1,06	0,981	0,969
Alakvartiili	0,47	0,47	0,566	0,585	0,559
12. Current ratio	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	2,17	2,26	2,08	2,35	2,8
Mediaani	1,47	1,49	1,52	1,53	1,51
Alakvartiili	0,926	0,988	0,987	1,02	0,903

Useamman tunnusluvun pisteytysmallit

Tarkasteltaessa useamman tunnusluvun pisteyttäviä malleja mediaanin sekä ala- ja yläkvartiiliin osalta, on yritysten riskitasossa ja konkurssiriskissä havaittavissa hienoista kasvua yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla (ks. taulukko 9). Finnveran riskipisteytyksen voidaan todeta heikentyneen yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla, mutta tunnusluvun heikentyminen ei kuitenkaan yllä tilastollisesti merkitsevälle tasolle, sillä Wilcoxonin testistä saatavat p-arvot vaihtelevat eri vuosiparivertailuissa välillä 0,532-0,926. Yritysten konkurssiriskiä ennustavasta Laitisen Z-luvusta löytyy tilastollisesti merkitsevää heikentymistä lähinnä vertailtaessa yrityskauppaa edeltävää vuotta toiseen (p-arvo= 0,020) ja kolmanteen (p-arvo= 0,013) yrityskaupan jälkeiseen vuoteen. Verrattaessa yrityskauppavuotta toiseen (p-arvo= 0,388) tai kolmanteen (p-arvo= 0,532) yrityskaupan jälkeiseen vuoteen tunnusluvun heikentymistä ei enää voi pitää tilastollisesti merkitseväenä. Laitisen Z-luvun mediaani on jokaisena tarkasteluvuotena joko erinomainen (yli 40 pistettä) tai vähintään hyvin lähellä kyseistä tasoa. Tunnusluvun alakvartiili pysyy kaikkina tarkasteltavina vuosina vähintään tyydyttävänä (18

tai yli). Taulukon 11 pohjalta voidaankin todeta, että tarkasteltavien yritysten konkurssiriski kasvaa yrityskaupan jälkeisenä ajanjaksona, säilyen kuitenkin siedettävällä tasolla.

Taulukko 9. Ostokohteiden riskipisteytykset

13. Finnveran riskipisteytys	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	80,0	80,0	80,0	82,5	80,0
Mediaani	62,5	62,5	65,0	67,5	70,0
Alakvartiili	47,5	47,5	47,5	55,0	49,5

14. Laitisen Z-luku	+3	+2	+1	0v	-1
Yläkvartiili	62,2	59,8	59,9	66,0	74,3
Mediaani	39,1	39,7	42,0	43,4	47,3
Alakvartiili	18,3	19,1	22,4	24,1	25,7

4.2 Ostokohteen tunnusluvut ja niiden kehittyminen ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen ostajatyypeittäin

Tutkittava yritysjoukko jakautuu ostajatyypeittäin seuraavasti: ulkopuoliset henkilö-ostajat 49 kpl, sukupolvenvaihdokset 48 kpl, työntekijät (EBO) 47 kpl, toimiva johto (MBO) 17 kpl sekä toinen yritys tai pääomasijoittaja 8 kpl. Otoskoko jää osassa ostajatyypiryhmistä melko pieneksi, mikä kasvattaa todennäköisyyttä siihen, ettei kyseinen otos vastaa ominaisuuksiltaan perusjoukkoa.

Opinnäytetyön liitteessä 1 esitetään ostokohteiden tunnuslukujen mediaanit sekä ylä- ja alakvartiilit jokaiselta tarkasteluvuodelta ostajatyypeittäin. Tämän kappaleen taulukoissa esitetään Wilcoxonin merkittyjen sijalukujen testin tulokset yrityskauppuuden ja yrityskaupan jälkeisen kolmannen vuoden välisestä vertailusta, millä pyri-

tään havainnollistamaan ostokohteiden omistajanvaihdoksen jälkeisen pitkän aikavälin kehitystrendiä ja sen voimakkuutta. Mitä pienempi p- arvo testistä saadaan, sitä voimakkaampaa muutos on tilastollisesti ollut. Tilastollisesti merkitsevien muutosten p-arvot (alle 0,05) on korostettu sinisellä taustavärillä.

Toiminnan laajuus & kasvu

Ostokohteiden liikevaihdon kehitys on ollut positiivista yrityskaupan jälkeisenä ajanjaksona silloin, kun yritys on myyty työntekijöille, ulkopuoliselle henkilöostajalle tai yrityskauppa on toteutettu sukupolvenvaihdoksena (ks. taulukko 10). Jokaisessa edellä mainitussa ryhmässä liikevaihdon mediaani on ylittänyt jokaisena yrityskaupan jälkeisenä vuotena yrityskauppavuoden tason, lukuun ottamatta sukupolvenvaihdosten viimeisintä tarkasteluvuotta (ks. Liite 1.). Vastaavasti myös kyseisten ryhmien alaja yläneljännesten liikevaihtojen voidaan katsoa kehittyneen yrityskaupan jälkeen suotuisasti, sillä niiden kaikkien arvot ovat kolmantena yrityskaupan jälkeisenä vuotena yrityskauppavuotta suurempia. Liikevaihdon kasvu on ollut yrityskauppavuodesta kolmanteen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä tilastollisesti merkitsevää työntekijöiden (p-arvo= 0,001) ja ulkopuolisten henkilöostajien (p-arvo= 0,007) ostamissa yrityksissä. Myös sukupolvenvaihdosten jälkeen liikevaihto on kehittynyt positiivisesti, mutta eroa ei voi pitää tilastollisesti merkitseväenä (p-arvo= 0,236). Toisen yrityksen tai pääomasijoittajan ostamien yritysten kehityksessä ei ole Wilcoxonin testin perusteella havaittavissa selkeää suuntaa (p-arvo= 1,000). Heikointa liikevaihdon kehitys on ollut toimivan johdon ostamissa yrityksissä, joskaan negatiivista kehitystä ei voi pitää tilastollisesti merkitseväenä (p-arvo= 0,287).

Kun tarkastellaan liikevaihdon suhteellista kasvua, on kehitys ollut jokaisen ostajatyyppin kohdalla negatiivista, eli yritysten liikevaihdon kasvu on hidastunut yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä (ks. Taulukko 10). Suhteellisen kasvun hidastuminen on ollut tilastollisesti merkitsevää sukupolvenvaihd-

doksissa sekä toimivan johdon ja työntekijöiden ostamissa yrityksissä. Ostajatyypeistä parhaiten suhteellisen kasvun ylläpitämisessä on onnistunut ryhmä, joka koostuu yrityksistä ja pääomasijoittajista.

Ostokohteiden henkilöstömäärissä on havaittavissa yrityskaupan jälkeen selkeää kasvua silloin, kun ostajana on ollut toimiva johto, työntekijät tai yrityskauppa on toteutettu sukupolvenvaihdoksena. Jokaisen edellä mainitun ostajatyypin kohdalla henkilökunnan mediaani ja yläneljännes ovat kasvaneet yrityskauppavuodesta kolmanteen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä (ks. Liite 1.). Tilastollisesti merkitsevää työntekijämäärän kasvu on yrityskaupan jälkeisenä ajanjaksona ollut vain työntekijöiden ostamissa yrityksissä (p -arvo= 0,014). Ulkopuolisten henkilöostajien kohdalla muutosta ei juuri ole tapahtunut (p -arvo= 0,849). Toisen yrityksen tai pääomasijoittajan ostamat yritykset puolestaan ovat joutuneet vähentämään henkilökuntaansa yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla, mistä kertoo muun muassa henkilöstömäärän mediaanin lasku yrityskauppavuoden 77 työntekijästä yrityskaupan jälkeisen kolmannen vuoden 46 työntekijään. Negatiivista muutosta edellä mainitun ryhmän kohdalla ei kuitenkaan voi pitää tilastollisesti merkitsevästä (p -arvo= 0,325).

Tehokkuuttaan, eli työntekijäkohtaista liikevaihtoaan, ovat yrityskauppavuodesta kolmanteen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä onnistuneet kasvattamaan ne yritykset, joissa ostajana on toiminut toinen yritys tai pääomasijoittaja, työntekijät tai ulkopuolinen henkilöostaja. Tilastollisesti merkitsevästi (p -arvo= 0,019) tehokkuuttaan ovat kuitenkin onnistuneet parantamaan vain ne yritykset, joiden ostajia ovat olleet yrityksen työntekijät. Heikointa tehokkuuskehityksen voidaan havaita olevan toimivan johdon ostamissa yrityksissä, mistä kertoo muun muassa työntekijäkohtaisen liikevaihdon mediaanin pienentyminen yrityskauppavuoden 110 000 eurosta kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden 92 000 euroon. Negatiivinen kehitys ei kuitenkaan yllä tilastollisesti merkittävälle tasolle (p -arvo= 0,381).

Taulukko 10. Ostokohteen toiminnan laajuuden ja kasvun kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä

1. Liikevaihto	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Positiivinen	0,236
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,287
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	Ei muutosta	1,000
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,001
Ulkopuolinen henkilöstöaja	Positiivinen	0,007

2. Liikevaihdon suhteellinen kasvu	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,013
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,011
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	Negatiivinen	0,484
Työntekijät (EBO)	Negatiivinen	0,037
Ulkopuolinen henkilöstöaja	Negatiivinen	0,061

3. Henkilöstömäärä	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Positiivinen	0,160
Toimiva johto (MBO)	Positiivinen	0,291
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	Negatiivinen	0,325
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,014
Ulkopuolinen henkilöstöaja	Positiivinen	0,849

4. Liikevaihto per työntekijä	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,424
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,381
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	Positiivinen	0,484
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,019
Ulkopuolinen henkilöstöaja	Positiivinen	0,071

Kannattavuus

Tarkasteltaessa ostokohteiden kannattavuutta ostajatyypeittäin, on yrityskaupan jälkeisenä ajanjaksona havaittavissa useimmilla kannattavuuden mittareilla lähinnä negatiivista kehitystä. Selkeimmin kannattavuus on heikentynyt yrityksissä, joiden ostajana on toimiva johto tai joissa on toteutettu sukupolvenvaihdos. Molempien edellä mainittujen ostajatyypin kohdalla jokaisen kannattavuuden mittarin mediaanissa sekä ylä- ja alakvartiileissa on tapahtunut heikentymistä yrityskauppavuodesta kolmanteen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä. Tilastollisesti merkitsevää edellä mainittu negatiivinen kehitys on ollut toimivan johdon ostamisessa kohteissa (p-arvot= 0,001- 0,005). Sukupolvenvaihdosten osalta negatiivista kehitystä on selkeästi tapahtunut, mutta muutos ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevää (p-arvot 0,066- 0,163). Osa ostajatyypeistä on onnistunut joillakin tutkimuksessa käytetyillä mittareilla hienoisesti parantamaan kannattavuuttaan, mutta kovin huomattavia positiiviset muutokset eivät ole, sillä niiden p-arvot vaihtelevat välillä 0,575- 0,937.

Liitteessä 1. esitettyjen kannattavuuden sijaintilukujen pohjalta voidaan tehdä mielenkiintoinen havainto siitä, että toimivan johdon ostamat yritykset ovat olleet yrityskauppavuonna muuta tutkimusjoukkoa selvästi kannattavampia. Toimivan johdon ostamisessa yrityksissä jokaisen kannattavuuden mittarin mediaani sekä ala- ja yläkvartiilit ovat olleet yrityskauppavuonna korkeampia kuin yhdenkään muun ostajatyypin ostamien yritysten vastaavat sijaintiluvut. Tilanne on lähes päinvastainen kolmantena yrityskaupan jälkeisenä vuotena, sillä toimivan johdon ostamien yritysten kannattavuuden sijaintiluvut ovat pääasiassa muiden ryhmien vastaavia lukuja heikompia.

Taulukko 11. Ostokohteen kannattavuuden kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä

5. Käyttökate	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,163
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,001
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	Positiivinen	0,674
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,937
Ulkopuolinen henkilöstö	Positiivinen	0,870
6. Liiketulos	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,121
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,002
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	Positiivinen	0,674
Työntekijät (EBO)	Negatiivinen	0,933
Ulkopuolinen henkilöstö	Negatiivinen	0,941
7. Nettotulos	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,121
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,005
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	Negatiivinen	0,889
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,907
Ulkopuolinen henkilöstö	Positiivinen	0,750
8. Kokonaispääoman tuotto	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,066
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,004
Toinen yritys tai pääomasijoittaja	Positiivinen	0,575
Työntekijät (EBO)	Negatiivinen	0,446
Ulkopuolinen henkilöstö	Negatiivinen	0,724

Vakavaraisuus

Vakavaraisuuden tunnusluvuissa ei ole tapahtunut yhdelläkään ostajatyypillä tilastollisesti merkitsevää muutosta yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmannen vuoteen mennessä. Omavaraisuusasteen osalta ostajatyypeistä nousevat selkeimmin esiin toimiva johto negatiivisella kehityksellään (p -arvo= 0,149) ja työntekijät positiivisella kehityksellään (0,132). Omavaraisuusasteen mediaani on laskenut toimivan johdon ostamissa yrityksissä yrityskauppavuoden 39,90 prosentista kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden 32,20 prosenttiin. Työntekijöiden ostamissa yrityksissä puolestaan omavaraisuusasteen mediaani on pysynyt lähes ennallaan, mutta ostajatyypin ala- ja yläneljänneksissä on havaittavissa tuntuvaa kasvua (ks. Liite 1).

Pääosalla ostajatyypeistä suhteellinen velkaantuneisuus on ollut kasvussa (=negatiivinen kehitys) yrityskaupan jälkeisenä aikana. Yhdelläkään ostajatyypillä muutokset eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä. Wilcoxonin merkittyjen sijalukujen testi osoittaa suhteellisen velkaantuneisuuden laskeneen (=positiivinen kehitys) vain työntekijöiden ostamissa yrityksissä, mutta positiivinen kehitys on tässäkin ryhmässä vain vähäistä, eikä tilastollisesti merkitsevää (p -arvo= 0,577). Ostajatyypeistä negatiivisimpaan kehitykseen (p -arvo 0,303) ovat joutuneet tyytymään sukupolvenvaihdon läpi käyneet yritykset. Sukupolvenvaihdoksissa suhteellisen velkaantuneisuuden paras neljännes (alakvartiili) ja mediaani ovat pysyneet lähes ennallaan, mutta selvää negatiivista kehitystä on tapahtunut tunnusluvun heikoimmassa neljänneksessä (yläkvartiili), jossa suhteellinen velkaantuneisuus on noussut yrityskauppavuoden 39,95 prosentista kolmannen yrityskaupan jälkeisen vuoden 51,45 prosenttiin.

Taulukko 12. Ostokohteen vakavaraisuuden kehitys yrityskauppavuodesta yritys-
kaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä

9.Omavaraisuusaste	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,392
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,149
Toinen yritys tai pääomasijoit- taja	Ei muutosta	1,000
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,132
Ulkopuolinen henkilöostaja	Negatiivinen	0,819

10.Suhteellinen velkaantunei- suus	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,303
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,868
Toinen yritys tai pääomasijoit- taja	Negatiivinen	0,779
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,577
Ulkopuolinen henkilöostaja	Negatiivinen	0,913

Maksuvalmius

Maksuvalmiuden osalta huomattavin muutos on tapahtunut toimivan johdon osta-
missa yrityksissä, joissa sekä Quick ratio (p-arvo= 0,039) että Current ratio (p-arvo=
0,049) ovat heikentyneet tilastollisesti merkitsevästi yrityskauppavuodesta kolman-
teen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä. Kyseisen ostajatyypin kohdalla
Quick ration mediaani on laskenut yrityskauppavuoden luvusta 0,9 kolmannen yritys-
kaupan jälkeisen vuoden lukuun 0,5 ja Current ration mediaani on laskenut samalla
aikavälillä luvusta 1,6 lukuun 1,1. Maksuvalmiuden tunnuslukujen mediaaneja sekä
ala- ja yläkvartiileja tarkastelemalla myös sukupolvenvaihdosten osalta on havaitta-
vissa negatiivista kehitystä (ks. Liite 1.). Sukupolvenvaihdosten osalta negatiivinen ke-
hitys ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevää (p-arvot= 0,332 ja 0,187). Merkille-
pantavaa, mutta ei kuitenkaan tilastollisesti merkitsevää (p-arvo= 0,208), positiivista
kehitystä on tapahtunut toisen yrityksen tai pääomasijoittajan ostamien yritysten
Quick ratioissa.

Taulukko 13. Ostokohteen maksuvalmiuden kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeiseen kolmanteen vuoteen mennessä

11.Quick ratio	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,332
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,039
Toinen yritys tai pääomasi-joittaja	Positiivinen	0,208
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,775
Ulkopuolinen henkilöostaja	Negatiivinen	0,967

12.Current ratio	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,187
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,049
Toinen yritys tai pääomasi-joittaja	Positiivinen	0,889
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,723
Ulkopuolinen henkilöostaja	Negatiivinen	0,702

Useamman tunnusluvun pisteytysmallit

Finnveran riskipisteiden osalta positiivista kehitystä on saavutettu toisen yrityksen tai pääomasijoittajan ostamissa yrityksissä sekä työntekijöiden ostamissa yrityksissä.

Molempien ryhmien osalta positiivista kehitystä on huomattavissa erityisesti tunnusluvun alimman neljänneksen osalta (ks. Liite 1.). Positiivinen kehitys ei kuitenkaan ole kummassakaan ryhmässä tilastollisesti merkitsevää (p-arvot= 0,156 ja 0,236). Heikoin menestyneinä ryhminä Finnveran riskipisteytyksen osalta nousevat esiin toimiva johto ja sukupolvenvaihdokset. Negatiivinen kehitys on ollut tilastollisesti merkitsevää ostajatyypeistä vain toimivan johdon kohdalla (0,028).

Yritysten konkurssiriskiä ennustavan Laitisen Z-luvun muutokset ovat samansuuntaisia kuin Finnveran riskipisteytyksenkin osalta. Tunnusluvussa on tapahtunut negatiivista kehitystä sukupolvenvaihdosten ja toimivan johdon kohdalla, mutta tilastollisesti merkitsevää tunnusluvun heikentyminen on vain toimivan johdon osalta (p-

arvo= 0,007). Positiivisen kehityksen osalta ostajatyypeistä erottuu lähinnä työntekijät, jonka osalta positiivinen kehitys (p-arvo= 0,077) on myös lähellä tilastollisesti merkitsevän muutoksen rajaa. Kehityksen voidaan katsoa olevan hienoisesti positii- vista myös toisen yrityksen tai pääomasijoittajan sekä ulkopuolisen henkilöostajan hankkimissa yrityksissä. Molempien ostajatyyppeiden osalta tunnusluvun mediaani on kehittynyt positiivisesti, mutta toisaalta heikentymistä on tapahtunut sekä tunnuslu- vun alimmassa ja ylimmässä neljänneksessä.

Liitteessä 1. esitettyjen Finnveran riskipisteytyksen ja Laitisen Z-luvun sijaintilukujen pohjalta voidaan todeta, että toimivan johdon ostamat yritykset ovat olleet yritys- kauppavuonna vähäriskisempiä kuin muiden ostajatyypiryhmien hankkimat yrityk- set. Tilanne on kääntynyt lähes päinvastaiseksi kolmessa yrityskaupan jälkeisessä vuodessa, eli kehitys on ollut vastaavan suuntaista kuin kannattavuudenkin tunnuslu- kujen kohdalla.

Taulukko 14. Ostokohteen riskitason kehitys yrityskauppavuodesta yrityskaupan jäl- keiseen kolmanteen vuoteen mennessä

13. Finnveran riskipisteytys	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,201
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,028
Toinen yritys tai pääomasijoit- taja	Positiivinen	0,236
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,156
Ulkopuolinen henkilöostaja	Negatiivinen	0,986
14. Laitisen Z-luku	Kehitys	p-arvo
Sukupolvenvaihdos	Negatiivinen	0,176
Toimiva johto (MBO)	Negatiivinen	0,007
Toinen yritys tai pääomasijoit- taja	Positiivinen	0,674
Työntekijät (EBO)	Positiivinen	0,077
Ulkopuolinen henkilöostaja	Positiivinen	0,680

5 Yhteenveto tuloksista ja pohdinta

Tämän tutkimuksen päätavoitteena oli tutkia pk-yritysten kasvun, kannattavuuden ja taloudellisen aseman kehittymistä ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen. Tutkimuksen tavoitteena oli myös selvittää, onko ostokohteiden kehityksessä ollut eroja eri ostajatyypiryhmissä. Mittareina tutkimuksessa käytettiin yritysten tilinpäätöstiedoista laskettuja tunnuslukuja. Tutkimukseen valikoituneista yrityksistä oli kaikista käytössä täysi tilinpäätösaikasarja viideltä vuodelta (vuosi ennen omistajanvaihdosta, omistajanvaihdosvuosi sekä kolme vuotta omistajanvaihdoksen jälkeen). Tutkimukseen onnistuttiin keräämään edellä mainitut tiedot 169 yrityksestä. Ostokohteiden kehittymistä havainnoitiin laskemalla jokaisesta valitusta tilinpäätöstunnusluvusta jokaiselle tarkasteluvuodelle mediaani sekä ylä- ja alakvartiili. Lisäksi tilinpäätöstunnuslukujen muutosten tilastollista merkitsevyyttä eri tarkasteluvuosien välillä testattiin Wilcoxonin merkittyjen sijalukujen testillä, joka testaa nollahypoteesia: Tunnuslukujen sijainnit eri tarkasteluvuosina ovat samat.

5.1 Yhteenveto tutkimuksen tuloksista

Koko tutkimusjoukkoa koskevat tulokset vaikuttavat sikäli mielenkiintoisilta, että tunnuslukujen samalle sijainnille eri tarkasteluvuosina asetettu nollahypoteesi jouduttiin useamman kerran hylkäämään. Toisin sanoen tunnusluvuissa voitiin havaita tilastollisesti merkitseviä muutoksia verrattaessa eri tarkasteluvuosia yrityskaupan lähellä. Selkeitä muutostrendejä tunnusluvuissa on havaittavissa myös tutkimukseen valittuja sijaintilukuja tarkastelemalla.

Koko tutkimusjoukkoa koskevassa tarkastelussa havaittiin seuraavia yrityskaupan jälkeisiä kehitystrendejä:

- Kokoluokka: Ostokohteiden liikevaihdossa ja henkilökunnan määrässä on havaittavissa tilastollisesti merkitsevää kasvua yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla. Myös ostokohteiden tehokkuus on selvästi parantunut yrityskauppavuodesta yrityskaupan jälkeisiin vuosiin mennessä, joskaan positiivinen kehitys ei yllä tilastollisesti merkitseväksi. Ostokohteiden liikevaihtoon suhteutettu kasvu on ollut vahvaa erityisesti yrityskauppavuonna ja yrityskaupan jälkeisenä vuonna, mutta hidastunut selvästi toisena ja kolmantena yrityskaupan jälkeisenä vuonna.
- Kannattavuus: Ostokohteiden kannattavuus on ollut vahvimmillaan yrityskauppavuonna ja yrityskaupan jälkeisenä vuonna. Ostokohteiden kaikki kannattavuuden tunnusluvut ovat selkeästi heikkenneet yrityskauppavuodesta kolmanteen yrityskaupan jälkeiseen vuoteen mennessä, mutta tilastollisesti merkitsevää negatiivinen kehitys on tunnusluvuista vain kokonaispääoman tuotto prosentissa.
- Vakavaraisuus: Ostokohteiden omavaraisuusaste on ollut selkeästi korkeampi ennen yrityskauppaa kuin yrityskauppavuonna tai sen jälkeisinä vuosina. Tunnusluvun heikentyminen on tilastollisesti merkitsevää jo verrattaessa yrityskauppaa edeltävää vuotta yrityskauppavuoteen. Yrityskauppavuoden jälkeen muutokset ostokohteiden omavaraisuusasteessa eivät yllä tilastollisesti merkitseväksi. Myös ostokohteiden suhteellisessa velkaantuneisuudessa on havaittavissa vastaavan suuntaista negatiivista kehitystä, eli suhteellinen velkaantuneisuus on ollut yrityskaupan jälkeen tasaisesti kasvussa. Suhteellisessa velkaantuneisuudessa tapahtuneet muutokset eivät kuitenkaan yllä tilastollisesti merkitseväksi.
- Maksuvalmius: Ostokohteiden maksuvalmiuden voidaan todeta olleen parhaimmillaan juuri yrityskauppaa edeltävänä vuonna. Sen jälkeen maksuval-

miuden tunnusluvut ovat lähteneet heikkenemään, ollen heikoimmillaan kolmantena yrityskaupan jälkeisenä vuotena. Yrityskauppavuoden jälkeistä negatiivista kehitystä ei voida kuitenkaan pitää tilastollisesti merkitsevänä.

- Useamman tunnusluvun pisteytysmallit: Ostokohteiden riskitason ja konkurssiriskin voidaan katsoa kasvaneen yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla. Matallimmillaan ostokohteiden riskitaso on ollut yrityskauppaa edeltävänä vuonna. Ostokohteiden saamat riskipisteet ovat laskeneet (riskitaso noussut) melko tasaisesti yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla, mutta negatiivinen kehitys ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevää.

Kun tutkimusjoukko jaettiin pienempiin ryhmiin ostajatyypeittäin, nousi esiin selkeitä eroja eri ryhmien kehitystrendeissä:

- Sukupolvenvaihdot: Liikevaihdossa ja henkilöstömäärässä on havaittavissa yrityskaupan jälkeen kasvua. Toisaalta tehokkuudessa on havaittavissa heikkenemistä ja liikevaihtoon suhteutetussa kasvussa tilastollisesti merkitsevää hidastumista. Myös kannattavuudessa, maksuvalmiudessa, vakavaraisuudessa ja riskitasossa on havaittavissa selvää negatiivista kehitystä.
- Toimiva johto: Liikevaihdossa, suhteellisessa kasvussa ja tehokkuudessa on yrityskaupan jälkeisellä ajanjaksolla havaittavissa negatiivista kehitystä. Suhteellisen kasvun heikentyminen on myös tilastollisesti merkitsevää. Samaan aikaan henkilöstön määrää on kuitenkin pystytty kasvattamaan. Ostajatyypin kannattavuus on yrityskaupan jälkeen heikentynyt tilastollisesti merkitsevästi jokaisella kannattavuuden mittarilla. Myös ostajatyypin vakavaraisuudessa, maksuvalmiudessa ja riskitasossa on havaittavissa negatiivista kehitystä. Maksuvalmiuden ja riskitason negatiivinen kehitys on myös tilastollisesti merkitsevää.

- Toinen yritys tai pääomasijoittaja: Liikevaihtoon suhteutetussa kasvussa ja työntekijämäärässä on havaittavissa yrityskaupan jälkeen pienentymistä. Toisaalta tehokkuudessa on nähtävissä positiivista kehitystä. Ostajatyypin kannattavuudessa tai vakavaraisuudessa ei ole tapahtunut merkillepantavia muutoksia, mistä kertovat Wilcoxonin testin korkeat p-arvot. Ostajatyypin maksuvalmiudessa ja riskitasossa voidaan havaita hienoista positiivista kehitystä.
- Työntekijät: Liikevaihdossa on tapahtunut tilastollisesti merkitsevää kasvua. Toisaalta suhteellisen kasvun hidastuminen on ollut tilastollisesti merkitsevää, eli vahvin kasvuvaihe on osunut juuri yrityskauppavuoteen ja sen jälkeiseen vuoteen. Myös henkilöstömäärässä ja tehokkuudessa on onnistuttu saavuttamaan tilastollisesti merkitsevää kasvua. Kannattavuuden tunnusluvuissa tapahtuneet muutokset eivät ole merkillepantavia. Vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden osalta on tapahtunut hienoista positiivista kehitystä. Riskitasossa puolestaan on havaittavissa selvää positiivista kehitystä.
- Ulkopuolinen henkilöostaja: Liikevaihdossa on yrityskaupan jälkeen havaittavissa tilastollisesti merkitsevää kasvua. Liikevaihdon suhteellinen kasvu on selvästi hidastunut. Työntekijäkohtaisessa tehokkuudessa taas kehitys on ollut selkeästi positiivista. Työntekijämäärässä muutokset ovat vähäisiä. Ostajatyypin kannattavuudessa, vakavaraisuudessa tai maksuvalmiudessa tapahtuneet muutokset eivät ole merkillepantavia. Riskitasossakin muutokset ovat vähäisiä, joskin Laitisen Z-luvussa on havaittavissa hienoista positiivista kehitystä.

5.2 Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti

Hyvän tutkimuksen perusvaatimuksena voidaan pitää sen pätevyyttä (validiteetti) ja luotettavuutta (reliabiliteetti). Hyvän validiteetin saavuttaminen edellyttää, että tutkimuksessa mitataan sitä, mitä oli tarkoituskin selvittää. Validius voidaan varmistaa tutkimuksen huolellisella suunnittelulla ja tarkoin harkitulla tiedonkeruulla. Valideilla mittareilla suoritettut mittaukset ovat keskimäärin oikeita, eli tutkimuksen oikeellisuuden kannalta on oleellista, että valitut mittarit ovat tarkoin määriteltyjä ja juuri haluttuja asioita mittaavia. Reliabiliteetilla puolestaan tarkoitetaan tulosten tarkkuutta. Tutkimuksen tulokset eivät siis saa olla sattumanvaraisia, vaan tutkimuksen pitäisi olla toistettavissa samankaltaisin tuloksin. Toistettavuutta hankaloittavien virheiden välttämiseksi tutkijalta edellytetään tarkkuutta koko tutkimuksen ajan, sillä virheitä voi sattua muun muassa tietoja kerätessä, käsiteltäessä ja tuloksia tulkittaessa. Tulokset voivat olla sattumanvaraisia otoskoon jäädessä kovin pieneksi. (Heikkilä 2005, 29–30)

Tässä tutkimuksessa hyvä validiteetti pyrittiin saavuttamaan huolellisella perehtymisellä yritysten taloudellista tilaa ja sen analysointia käsittelevään teoriaan sekä aiempiin aihealuetta koskeviin tutkimuksiin. Kerätyn tietoperustan pohjalta tutkimukseen onnistuttiin rakentamaan viisi pääryhmää käsittävä, yrityksen taloudellista tilannetta kuvaileva, malli. Tämän jälkeen jokaiselle viidelle pääryhmälle pyrittiin valitsemaan niitä parhaiten mittaavat tunnusluvut. Tutkimukseen valittujen mittareiden validiutta puoltavat niiden esiintyminen useammassa tutkimuksessa käytetyssä lähteessä. Tutkimuksen mittareiksi valittiin 14 tunnuslukua, joiden pohjalta oletettavasti pystytään muodostamaan vähintäänkin kattava kuva tutkittavien yritysten taloudellisesta tilanteesta. Tutkimuksen reliabiliteetti pyrittiin varmistamaan keräämällä ja käsittelemällä tietoja niin, ettei eri käsittelyvaiheissa tapahtuisi virheitä. On oletettavaa, että samasta aineistosta saatavat tulokset olisivat samankaltaisia myös tutkimus toistettaessa.

Tutkimukseen valitulle yritysjoukolle asetetut kriteerit mahdollistivat luotettavan ja vertailukelpoisen tiedon keräämisen riittävän tehokkaasti, jolloin tutkimus pystyttiin toteuttamaan sille asetetussa aikataulussa. Rajauksista johtuen tutkimusjoukkoon ei ollut mahdollista sisällyttää liiketoimintakauppana toteutettuja omistajanvaihdoksia, mikä voi heikentää saatujen tulosten yleistettävyyttä koko omistajanvaihdosjoukkoon nähden. Toisaalta rajaukset olivat välttämättömiä tehokkaan tiedonkeruun mahdollistamiseksi ja kerättyjen tietojen luotettavuuden varmistamiseksi.

Koko tutkimusjoukon osalta päästiin kohtuulliseen otoskokoan (169 yritystä), mutta eri ostajatyypiryhmien välisessä tarkastelussa otoskoot jäivät osassa ryhmistä pieneksi, mikä kasvattaa todennäköisyyttä siihen, ettei kyseinen otos vastaa ominaisuuksiltaan perusjoukkoa. Tutkittaville yrityksille kriteeriksi asetettu täydellinen tilinpäätöstietojen aikasarja varmisti sen, että yritysten tilinpäätöstunnusluville lasketut sijaintiluvut olivat eri tarkasteluvuosien välillä vertailukelpoisia. Jälkikäteen voidaan todeta, että täydellisen tilinpäätösaikasarjan vaateesta olisi voitu joustaa osassa tutkimuksen analyyseistä (esim. vuosiparivertailut), jolloin otoskoko olisi mahdollisesti saatu eri ostajatyypiryhmissä kasvatettua. Saatujen tulosten luotettavuutta kuitenkin lisää se, että aineistoa pystytään tarkastelemaan sekä sijaintilukujen että Wilcoxonin testin pohjalta.

Tutkimuksessa toteutettujen vuosiparivertailujen osalta on hyvä ottaa huomioon se, että eri tunnuslukujen vaihtelut eri vuosien välillä eivät välttämättä ole selitettävissä pelkästään yrityskohtaisilla tapahtumilla, vaan muutoksia saattavat selittää myös yrityksen ulkopuoliset tapahtumat, esimerkiksi talouden ja toimialan suhdannevaihtelut. Saman ongelmakohdan voidaan todeta löytyneen myös muista tilinpäätöstietoihin pohjautuvista tutkimuksista, mikä johtunee siitä, että selkeää ja yksiselitteistä tapaa yrityksen ulkopuolisten muuttujien aiheuttamien vaikutusten oikaisemiseen ei ole löydettävissä. Lisäksi oman haasteensa tulosten tulkitsemiseen tuo niin sanottu selviytymisharha (ks. esim. Taleb 2008, 167–169), eli aineistosta löytyy vain sellaisia

yrittäjiä, joista tilinpäätöstietoja ylipäättään on saatavilla, eikä aineistoon siten ei ole mahdollista sisällyttää toimintansa lopettaneiden yritysten tietoja. Edellä mainitusta ongelmasta johtuen tässä tutkimuksessa käytössä ollut aineisto ei sisällä tutkitun aikaperiodin aikana konkurssiin menneitä yrittäjiä, mutta toisaalta aineistossa oli useampi tutkittavan aikaperiodin jälkeen konkurssiin ajautunut yritys.

5.3 Pohdinta

Opinnäytetyössä onnistuttiin vastaamaan sille asetettuun tavoitteeseen, eli tutkia pk-yritysten kasvun, kannattavuuden ja taloudellisen aseman kehittymistä ennen omistajanvaihdosta ja sen jälkeen. Tutkimusta saatiin käyttökelpoista lisätietoa erityisesti yritysten taloudellisen tilanteen ja suorituskyvyn kehittymisestä omistajanvaihdon jälkeisellä ajanjaksolla. Tutkimuksen voidaan katsoa täydentäneen aiempaa kotimaista pk-yritysten omistajanvaihdoksia koskevaa tutkimustietoa, sillä tutkimuksessa käytetty aineisto poikkeaa laajuudeltaan ja luonteeltaan aiemmin toteutettujen tutkimusten aineistoista.

Tutkimuksen tulosten pohjalta voidaan todeta, että yrityskaupan jälkeisellä pidemmällä aikavälillä positiivista kehitystä tapahtuu ostokohteiden liikevaihdossa, henkilöstömäärässä ja tehokkuudessa. Negatiivista kehitystä oli todettavissa liikevaihdon suhteellisen kasvun, kannattavuuden, maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden osalta. Tulosten pohjalta näyttäisi siis siltä, että uudet omistajat ovat keskimäärin halukkaita ja kyvykkäitä liiketoiminnan kasvattamiseen, mutta osa kasvusta vaikuttaa tapahtuvan liiketoiminnan kannattavuuden ja yrityksen taloudellisen aseman kustannuksella. Tutkimusjoukossa näyttääkin jossain määrin toteutuneen Laitisen (2002, 62) esittämä epäonnistumiskierre, jossa liian vahva kasvu aiheuttaa negatiivisen kierteen, joka näkyy portaittain heikkenevinä kannattavuuden, tulorahoituksen, vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden tunnuslukuina (ks. kuvio 4.). Todennäköistä kuitenkin lienee se,

ettei negatiivinen kierre ole aiheutunut pelkästään liiketoiminnan hallitsemattomasta kasvusta, vaan osasyynä voidaan pitää myös yrityskaupoista ostajille usein aiheutuvia velkarasitteita. Kauppasumman maksuun otettujen rahoitusten hoitaminen usein lisää painetta kotiuttaa pääomia yrityksestä. Pääomien kotiuttaminen puolestaan heikentää yrityksen taloudellista asemaa ja liian voimakkaasti toteutettuna myös yrityksen toimintaedellytyksiä.

Tutkimuksesta saadut tulokset ovat osittain samankaltaisia kuin Peltopakan ym. (2016) tutkimuksen tulokset, jotka osoittivat, että ostettujen yritysten liikevaihto, arvonlisä ja henkilöstömäärä kasvavat merkittävästi pitkällä aikavälillä yrityskaupan jälkeen. Laitisen ym. (2011) tutkimuksen tulokset osoittavat, tämän tutkimuksen tulosten tapaan, että ostokohteiden liikevaihto kasvaa, suhteellinen kasvu hidastuu ja kannattavuus heikkenee omistajanvaihdoksen jälkeen. Laitisen ym. tutkimuksen tarkasteluperiodi oli kuitenkin tämän tutkimuksen tarkasteluperiodia selvästi lyhyempi, joten tulokset eivät siten ole vertailukelpoisia. Mikäli tämän tutkimuksen aineistoa tarkasteltaisiin vastaavasti lyhyemmällä aikaperiodilla, olisivat tulokset esimerkiksi kannattavuuden osalta täysin päinvastaisia, sillä tämän tutkimuksen aineistossa yritysten kannattavuus oli parhaimmillaan juuri yrityskauppavuonna sekä sitä seuranneena vuotena.

Tämän tutkimuksen tulosten voidaan katsoa olevan osittain linjassa myös Ali-Yrkön (2003) ja De Langhen ja Ooghen (2001) havaintojen kanssa, eli yritysten suorituskyvyssä on havaittavissa negatiivista kehitystä yrityskauppojen jälkeisellä ajanjaksolla. Katramon ym. (2011) havainnoille, joiden mukaan suurin osa yrityskaupoista epäonnistuu, ei tämän tutkimuksen tuloksista voida katsoa löytyneen tukea, sillä tunnuslukujen heikentymisestä huolimatta, tunnuslukujen arvot pysyivät kuitenkin monin paikoin yleisiin ohjearvoihin suhteutettuna kohtuullisella tasolla. Tämän tutkimuksen tulosten vertailemista aiemmin toteutettuihin tutkimuksiin hankaloittaa se, että eri tutkimuksissa käytetyt mittarit ja tarkasteltavat aikaperiodit vaihtelevat suuresti.

Ostajatyypikohtaisessa tarkastelussa esiin nousi yllättävänkin suuria ryhmäkohtaisia eroja. Merkillepantavinta ryhmäkohtaisissa eroissa oli se, että toimivan johdon ostamissa yrityksissä kehitys on monilla eri tunnusluvuilla mitattuna muita ostajatyypiryhmiä selvästi heikompaa. Kyseinen ryhmä sisältää useita tapauksia, joissa yrityksen toinen omistaja on lunastanut toisen, vähintään 50 % yrityksestä omistaneen, tahon omistusosuuden. Yksi mahdollinen ajuri omistajanvaihdokselle ovat saattaneet olla omistajien erimielisyydet liiketoiminnan kehittämistä tai muut vastaavanlaiset ongelmat, jotka ovat sittemmin heijastuneet myös yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn. Todettava ainakin on, että yrityksen johtoon jääneillä tahoilla on ollut selviä vaikeuksia yritysten taloudellisen suorituskyyvyn ylläpitämisessä. Tutkimuksessa käytetystä aineistosta on havaittavissa, että toimivan johdon ostamien yritysten tunnusluvut ovat olleet yrityskauppavuonna monin paikoin parempia kuin muiden ryhmien ostamien yritysten vastaavat luvut. Olisiko siis tunnuslukujen heikentyminen vähintään muiden ryhmien tasolle ollut väistämätöntä ilman omistajanvaihdostakin?

Tutkimuksen tulosten perusteella myös sukupolvenvaihdon läpi käyneissä yrityksissä on havaittavissa omistajanvaihdon jälkeen selviä haasteita taloudellisen suorituskyyvyn ylläpitämisessä. Ulkopuolisten henkilöostajien tapauksissa kehitys on ollut positiivisempaa, mikä on myös hieman yllättävä tulos, sillä kyseinen ostajatyyppi jouuu yleensä toteuttamaan yrityskaupan pääsemättä tutustumaan ostokohteeseen yhtä yksityiskohtaisesti kuin toimiva johto tai yrityksen lähipiiri (sukupolvenvaihdos). Toisaalta mahdollista on myös se, että yrityksen ulkopuoliset henkilöostajat ovat hoitaneet yrityskauppaan liittyvän due diligence – prosessin niin huolellisesti, että heillä on ollut käytettävissä kattavat tiedot ostokohteen liiketoimintaan liittyvistä riskeistä ja mahdollisuuksista. On myös hyvin mahdollista, että yrityksen johdolla ja lähipiirillä on hyvistä taustatiedoista huolimatta kannettavanaan enemmän ostokohteen toimintakulttuuriin ja historiaan liittyvää painolastia, joka mahdollisesti jarruttaa yrityksen toimintaan tehtäviä, joskus hyvin tarpeellisiakin, uudistuksia. Tulosten pohjalta voidaan päätellä, että pidempi perehtymisaika ostokohteen liiketoimintaan ei välttä-

mättä merkittävästi lisää omistajanvaihdoksen onnistumisen todennäköisyyttä. Perehtymisjaksoa tärkeämpää lienee uudelta omistajalta löytyvä liiketoiminta- ja toimialaosaaminen, joista tämän tutkimuksen taustamuuttujat eivät suoraan anna tarkempaa tietoa.

Työntekijöiden ostamissa yrityksissä tunnuslukujen kehitys oli monin paikoin positiivista tai taloudellinen suorituskyky pystyttiin ainakin ylläpitämään. Työntekijöiden onnistuminen yrityskaupoissa vaikuttaa loogiselta tulokselta, sillä työntekijöillä on useimmiten hyvä ymmärrys ostettavasta liiketoiminnasta ja ammattitaitoa toiminnan jatkamiseen. Toisen yrityksen ja pääomasijoittajan ostamissa yrityksissä tunnuslukujen kehittämisessä havaitut muutokset eivät olleet tilastollisesti merkittäviä, eikä tuloksista voi myöskään vetää kovin luotettavia johtopäätöksiä ryhmän pienen koon vuoksi.

Opinnäytetyön toimeksiantajalle tutkimus antaa lisätietoa siitä, miten toimeksiantajan rahoittamissa omistajavaihdoksissa on onnistuttu ja miten yritysten tilanne on yrityskaupan jälkeen kehittynyt. Käytännön johtopäätöksenä voidaan todeta, että ostokohteiden omistajanvaihdosten jälkeistä kehitystä ennustettaessa on syytä noudattaa varovaisuutta erityisesti yritysten kannattavuutta, maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta arvioitaessa. Liian optimistiset arviot edellä mainituista osa-alueista saattavat johtaa alimitoitettuihin rahoitusratkaisuihin, mikä puolestaan näkyisi nopeasti yrityksen heikkenevänä maksuvalmiutena ja kykynä harjoittaa liiketoimintaa. Vastaavaa varovaisuutta on hyvä noudattaa yritysten kauppasummia määrittävissä arvonmäärityslaskelmissa ja on syytä suhtautua erityisellä varauksella laskelmiin, joissa korkeaa kauppasummaa perustellaan merkittäväällä omistajanvaihdoksen jälkeisellä kannattavuuden kasvulla. Ylimoitettusta kauppasummasta uudelle omistajalle koituva maksurasite useimmiten heijastuu negatiivisesti myös ostetun yrityksen rahavirtoihin ja liiketoimintaan.

5.4 Jatkotutkimusehdotuksia

Tässä tutkimuksessa pystyttiin luomaan kattava yleiskatsaus siihen, miten pk-yritysten talouden osa-alueet kehittyvät omistajanvaihdoksen jälkeen. Tutkimuksesta ei kuitenkaan saada suoria vastauksia siihen, mitä syitä hyvän tai heikon taloudellisen kehityksen taustalta löytyy. Yhtenä jatkotutkimusmahdollisuutena olisi valikoida nyt käytetystä aineistosta sekä paremmin että heikommin menestyneitä yrityksiä ja selvittää löytyykö kyseisten yrityskauppojen taustalta merkittäviä erilaisia kehitystrendejä selittäviä tekijöitä. Tätä tutkimus olisi myös mahdollista jatkaa perehtymällä tutkimusjoukon yrityksistä maksettuihin kauppasummiin, jolloin olisi mahdollista arvioida ovatko yrityksistä maksetut kauppasummat olleet linjassa ostokohteessa omistajanvaihdoksen jälkeen toteutuneen taloudellisen kehityksen kanssa. Toimeksiantajan kannalta mielenkiintoista lisätietoa voitaisiin saada vertailemalla tutkimusjoukon toteutunutta taloudellista kehitystä rahoituspäätösten yhteydessä tehtyihin taloudellisiin ennusteisiin. Nyt tehtyä tutkimusta voitaisiin myös jatkaa vertailemalla tutkitun yritysjoukon kehitystä suhteessa muihin samoilla toimialoilla toimiviin yrityksiin.

Lähteet

Agrawal, A., Jaffe, J. & Karpoff, J. 1999. Management Turnover and Governance Changes Following the Revelation of Fraud*. The Journal of Law and Economics, 42(S1), 309-342.

Agrawal, A., Jaffe, J. & Mandelker, G. 1992. The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. The Journal of Finance. XLVII, No 4. 1605-1621.

Ali-Yrkkö, J. 2002. Mergers and acquisitions: Reason and results. ETLA Discussion papers. Helsinki: The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA).

Balance Consulting. Kolmen muuttujan Z-luku. Viitattu 14.8.2016. http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/kolmen_muuttujan_z_luku

Beemster, B. 2010. Are acquisitions worthwhile? An empirical study on long-term post-merger performance of acquiring firms. Master thesis Business Economics. Amsterdam: University of Amsterdam.

Conn, R., Cosh, A., Guest, P. & Hughes, A. 2005. The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. Journal of Business Finance & Accounting, 32(5-6), 815-870.

De Langhe, T. & Ooghe, H. 2001. Are acquisitions worthwhile? An empirical study of the post-acquisition performance privately held Belgian companies involved in take-overs. Gent: Universiteit Gent.

Elinkeinoelämän Keskusliitto. 2014. Pk-yritysten toimintaympäristö. Viitattu 5.5.2016. <http://ek.fi/wp-content/uploads/PKtoimintaymparistokyselyraportti-maras2014.pdf>

Elinkeinoelämän Keskusliitto. 2015. Pk-yritysten toimintaympäristö. Viitattu 25.04.2016. http://ek.fi/wp-content/uploads/PKyritysten_toimintaymparisto_kesakuu2015.pdf

Finnvera vuosikertomus 2015. 2015. Viitattu 5.6.2016. <http://annualreport2015.finnvera.fi/>

Heikkilä, T. 2005. Tilastollinen tutkimus. Helsinki: Edita.

Holopainen, M. & Pulkkinen, P. 2008. Tilastolliset menetelmät. Helsinki: WSOY Oppimateriaalit.

Immonen, R. 2011. Yritysjärjestelyt. Helsinki: Talentum.

Immonen, R. & Lindgren, J. 2006. Onnistunut sukupolvenvaihdos. Helsinki: Talentum Media Oy.

Jensen, M. C. & Ruback, R. S. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. Journal of Financial economics, 11(1), 5-50.

Kangas, E. 2012. Yrittäjäpolvenvaihdos – Yrittäjän Opas. Pori: Sataosaajat Osuuskunta.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. 2011. Yrityskauppa. Helsinki: WSOYpro Oy.

Kilpailulaki 2011. 12.8.2011/948. Viitattu 2.6.2016. <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2011/20110948>

King, D., Dalton, D., Daily, C. & Covin, J. 2004. Meta-analyses of Post-acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators. Marquette University. Strategic Management Journal, Volume 25, No. 2. 187-200.

Kinnunen, J., Leppiniemi, J., Puttonen, V., Virtanen, K. 2002. Tietoa yrityksen taloudesta. Keuruu: Otavan Kirjapaino Oy.

Kinnunen, J., Laitinen, E., Laitinen, T., Leppiniemi, J., Puttonen, V. 2004. Mitä on yrityksen taloushallinto? KY-Palvelu Oy: Keuruu.

Laitinen, E.K. 1990. Konkurssin ennustaminen. Alajärvi: Vaasan Yritysinformaatio Oy.

Laitinen, E.K. 2002. Strateginen tilinpäätösanalyysi – Perinteisestä analyysistä yrityksen arvon määrittämiseen. Kauppakaari: Helsinki.

Laitinen, E.K. & Laitinen, T. 2004. Yrityksen rahoituskriisin ennustaminen. Talentum: Helsinki.

Laitinen, E.K., Varamäki, E., Tall, J., Heikkilä, T. & Sorama, K. 2011. Omistajanvaihdokset Etelä-Pohjanmaalla 2006-2010 –ostajayritysten ja ostokohteiden profiilit ja taloudellinen tilanne. Seinäjoki: Seinäjoen ammattikorkeakoulun julkaisusarja.

Leppiniemi, J. & Kykkänen, T. 2009. Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta. Helsinki: WSOYpro OY. 6., uudistettu painos.

Leppälä, R. 2004. Ohjeita tilastollisen tutkimuksen toteuttamiseksi SPSS for Windows-ohjelmiston avulla (Vol. 9). Tampereen yliopisto.

Linnainmaa, L. 2013. Voitontavoittelu ja yritysvastuu kulkevat käsi kädessä. Keskus-Kauppakamari. Viitattu 11.6.2016. <http://kauppakamari.fi/2013/08/16/voitontavoittelu-ja-yritysvastuu-kulkevat-kasi-kadessa/>

Meijaard, J. 2005. Business transfer in the Netherland. Entrepreneurship in the Netherlands, Business transfer: a new start. Zoetermeer: EIM.

Nguyen, H. T., Yung, K. & Sun, Q. 2012. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. Journal of Business Finance & Accounting, 39(9-10), 1357-1375.

Osakeyhtiölaki. 21.7.2006/624. Viitattu 11.6.2016. <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>

Peltopakka, J., Lahtinen, N., Voipio, A., Ilmari, M., Landowski, E., Kajala, J. 2016. Teknologia- ja osaamisintensiivisten yritysten kaupat Suomessa – Kuka syö rusinat pulasta?. Helsinki: Innovaatiorahoituskeskus Tekes.

Rantanen, J. 2016. Arvonmääritys yrityskaupassa. Eura Print Oy: Suomen Yrittäjien Sypoint Oy. 3 painos.

Repo, A. 2009. Kansainväliset yrityskaupat ja osakkeenomistajan hyvinvointi lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä: Empiirinen tutkimus suomen osakemarkkinoilta. Pro gradu – tutkielma. Lappeenrannan teknillinen yliopisto, kauppatieteellinen tiedekunta.

Ripatti, A. 2005. Yrityskauppojen haasteet ja epäonnistumiseen vaikuttavat tekijät pk-yritysten näkökulmasta. Pro –gradu tutkielma. Turun Kauppakorkeakoulu.

Ruusunen, P. 2014. MBO – johto ostajana. Tuohi Advisors Oy. Viitattu 5.6.2016. <http://tuohiadvisors.com/mbo-johto-ostajana/>

Salmi, I. 2006. Mitä tilinpäätös kertoo? Edita Publishing Oy.

Sotka, J. 2011. Osakekauppa vai liiketoimintakauppa. Viitattu 28.5.2016. <http://www.jarisotka.fi/osakekauppa-vai-liiketoimintakauppa-32011/>

Suomen pääomasijoittajayhdistys ry. 2006. Pääomasijoitus –avain yrityksen kasvuun. Viitattu 5.10.2016. http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf

Taleb, N. 2008. Satunnaisuuden hämäämä – Satunnaisuuden salattu vaikutus elämässä ja markkinoilla. Helsinki: Terra Cognita Oy.

Tall, J. 2014. Yrityskauppa ja strateginen uudistuminen. Acta Wasaensia, 305. Vaasa: Vaasan Yliopisto.

Tall, J., Varamäki, E., Kettunen, S. & Katajavirta, M. 2015. Perustamalla tai ostamalla yrittäjäksi – Kokemukset yrittäjäuran alkutaipaleelta. Seinäjoki: Seinäjoen ammatti-
korkeakoulun julkaisusarja.

Tenhunen, L. & Werner, R. 2000. Yrityskaupan käsikirja. 3.painos. Helsinki: Tietosana-
noma.

Tilastokeskus. 2015. Tilastokeskus, Käsitteet ja määritelmät. Viitattu 5.6.2016.
http://www.stat.fi/meta/kas/pk_yritys.html

Tilastokeskus. 2008. Toimialaluokitus TOL 2008. Viitattu 23.9.2016.
http://www.stat.fi/til/yrtt/yrtt_2010-03-18_luo_001.html

Tilastokeskus. 2016. Tilastokeskus, Kansantalouden tilinpito. Viitattu 18.10.2016.
http://www.stat.fi/tup/suoluk/suoluk_kansantalous.html

Tilastokeskus. 2015. Tilastokeskus, Rahanarvonkerroin 1860–2015. Viitattu
14.10.2016. http://www.stat.fi/til/khi/2015/khi_2015_2016-01-15_tau_001.html

Van Teeffelen, L. 2010. Exploring success and failure in small firm business transfers.
Nyenrode: Nyenrode Business Universiteit.

Varamäki, E., Heikkilä, T., Tall, J., Viljamaa, A. & Länsiluoto, A. 2013. Omistajanvaihdoksen toteutus ja onnistuminen ostajan ja jatkajan näkökulmasta. Seinäjoki: Seinäjoen ammattikorkeakoulun julkaisusarja.

Varamäki, E., Tall, J., Joensuu, S. & Katajavirta, M. 2015. Valtakunnallinen omistajan-
vaihdosbarometri 2015. Helsinki: Suomen Yrittäjät.

Yritystutkimus ry. 2011. Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Gaudeamus Helsinki
University Press: Helsinki.

Liitteet

Liite 1. Tunnuslukutaulukko ostajatyypeittäin

1. Liikevaihto (miljoonaa euroa)		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	2,135	1,950	2,168	2,023	1,858
	Mediaani	1,009	1,125	1,125	1,045	0,798
	Alakvartiili	0,484	0,506	0,466	0,449	0,351
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	1,885	1,680	1,670	1,325	1,200
	Mediaani	1,190	1,150	1,110	0,847	0,718
	Alakvartiili	0,522	0,368	0,409	0,376	0,340
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	1,220	1,700	1,370	1,320	1,400
	Mediaani	0,731	0,664	0,587	0,719	0,713
	Alakvartiili	0,464	0,510	0,522	0,462	0,364
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	2,100	2,020	2,220	1,850	1,470
	Mediaani	0,701	0,617	0,680	0,572	0,641
	Alakvartiili	0,328	0,369	0,339	0,278	0,219
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	14,800	17,150	15,250	16,450	14,475
	Mediaani	9,240	11,300	11,300	10,185	10,495
	Alakvartiili	4,440	8,493	4,818	6,718	3,618

2. Liikevaihdon muutos		+3	+2	+1	0v
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	7,35 %	6,83 %	20,70 %	22,19 %
	Mediaani	-0,87 %	1,76 %	7,34 %	8,12 %
	Alakvartiili	-10,57 %	-3,38 %	-6,72 %	-1,47 %
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	15,88 %	17,10 %	33,62 %	35,24 %
	Mediaani	2,00 %	0,41 %	10,85 %	8,33 %
	Alakvartiili	-8,03 %	-10,58 %	-1,83 %	-0,88 %
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	5,26 %	7,78 %	11,30 %	17,73 %
	Mediaani	-0,20 %	0,58 %	-1,54 %	11,85 %
	Alakvartiili	-9,02 %	-9,64 %	-15,88 %	3,17 %
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	13,39 %	13,09 %	23,33 %	28,11 %
	Mediaani	0,00 %	2,90 %	10,05 %	6,54 %
	Alakvartiili	-10,50 %	-6,42 %	-7,11 %	-9,13 %
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	8,28 %	19,48 %	13,97 %	16,49 %
	Mediaani	4,67 %	8,76 %	4,58 %	13,11 %
	Alakvartiili	-21,39 %	-2,92 %	-8,03 %	-1,41 %

3. Henkilöstömäärä		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	16	16	16	14	15
	Mediaani	10	9	10	8	8
	Alakvartiili	5	5	5	5	5
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	14	14	13	13	11
	Mediaani	8	6	8	6	6
	Alakvartiili	4	4	4	4	4
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	11	12	12	9	10
	Mediaani	7	7	6	5	6
	Alakvartiili	3	3	3	4	3
Ulkopuolinen henkilöstöaja N=49	Yläkvartiili	11	11	11	11	12
	Mediaani	6	6	6	7	6
	Alakvartiili	4	4	4	3	4
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	117	116	130	136	132
	Mediaani	46	70	76	77	84
	Alakvartiili	18	18	18	17	17

4. Liikevaihto (miljoonaa euroa) /työntekijä		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	0,181	0,174	0,187	0,178	0,168
	Mediaani	0,131	0,127	0,123	0,117	0,105
	Alakvartiili	0,096	0,097	0,094	0,084	0,072
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	0,170	0,179	0,176	0,162	0,144
	Mediaani	0,133	0,131	0,130	0,118	0,106
	Alakvartiili	0,091	0,093	0,076	0,078	0,071
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	0,232	0,170	0,294	0,150	0,162
	Mediaani	0,092	0,089	0,096	0,110	0,100
	Alakvartiili	0,058	0,073	0,071	0,066	0,066
Ulkopuolinen henkilöstöaja N=49	Yläkvartiili	0,180	0,155	0,148	0,154	0,135
	Mediaani	0,100	0,100	0,093	0,093	0,083
	Alakvartiili	0,066	0,067	0,066	0,057	0,053
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	0,252	0,225	0,211	0,205	0,207
	Mediaani	0,176	0,176	0,181	0,157	0,146
	Alakvartiili	0,111	0,150	0,127	0,109	0,110

5.Käyttökate		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	8,14 %	11,73 %	12,33 %	11,23 %	12,88 %
	Mediaani	6,45 %	6,04 %	7,81 %	8,00 %	6,15 %
	Alakvartiili	1,88 %	2,13 %	3,91 %	4,33 %	3,08 %
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	12,50 %	9,23 %	12,75 %	12,45 %	10,04 %
	Mediaani	8,28 %	6,19 %	9,88 %	7,41 %	6,27 %
	Alakvartiili	2,87 %	1,89 %	5,37 %	3,41 %	0,12 %
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	8,61 %	15,10 %	13,10 %	24,30 %	13,70 %
	Mediaani	6,10 %	9,10 %	9,30 %	10,50 %	8,66 %
	Alakvartiili	-1,43 %	0,84 %	0,60 %	6,30 %	2,39 %
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	13,30 %	11,00 %	11,50 %	11,00 %	14,40 %
	Mediaani	6,79 %	7,08 %	6,39 %	7,12 %	7,93 %
	Alakvartiili	1,64 %	1,98 %	1,71 %	2,05 %	3,10 %
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	14,75 %	8,77 %	8,85 %	16,20 %	11,23 %
	Mediaani	7,10 %	5,03 %	3,07 %	5,24 %	5,25 %
	Alakvartiili	0,87 %	2,99 %	0,22 %	-0,67 %	3,31 %

6. Liiketulos		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	6,31 %	9,93 %	8,63 %	9,26 %	7,58 %
	Mediaani	3,17 %	3,65 %	5,23 %	4,45 %	3,66 %
	Alakvartiili	-1,69 %	-0,39 %	1,44 %	1,49 %	1,46 %
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	9,84 %	5,91 %	9,08 %	10,44 %	7,76 %
	Mediaani	5,19 %	4,17 %	6,65 %	4,92 %	1,91 %
	Alakvartiili	1,49 %	0,00 %	3,67 %	1,16 %	-2,59 %
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	8,02 %	13,00 %	12,90 %	18,80 %	10,10 %
	Mediaani	-0,37 %	8,32 %	6,97 %	9,18 %	6,68 %
	Alakvartiili	-2,59 %	-1,82 %	0,49 %	3,23 %	0,53 %
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	9,05 %	7,31 %	8,43 %	9,54 %	10,40 %
	Mediaani	3,33 %	3,71 %	4,06 %	4,21 %	4,39 %
	Alakvartiili	0,85 %	1,31 %	1,05 %	0,53 %	1,21 %
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	13,90 %	8,05 %	4,47 %	14,35 %	9,92 %
	Mediaani	4,74 %	2,14 %	-1,15 %	3,85 %	2,23 %
	Alakvartiili	-9,53 %	-3,49 %	-2,84 %	-5,83 %	-1,27 %

7. Nettotulos		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	4,53 %	6,93 %	6,11 %	6,60 %	6,24 %
	Mediaani	1,66 %	1,51 %	3,23 %	2,77 %	2,47 %
	Alakvartiili	-3,16 %	-1,21 %	0,39 %	0,47 %	0,25 %
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	7,50 %	4,12 %	6,59 %	7,70 %	5,29 %
	Mediaani	3,79 %	2,86 %	4,39 %	3,02 %	0,91 %
	Alakvartiili	0,56 %	-0,27 %	2,19 %	0,41 %	-5,03 %
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	5,30 %	9,83 %	9,54 %	13,00 %	6,58 %
	Mediaani	-0,49 %	5,59 %	3,33 %	8,32 %	4,86 %
	Alakvartiili	-3,50 %	-2,81 %	0,30 %	1,31 %	-0,52 %
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	7,06 %	5,48 %	5,92 %	6,40 %	6,91 %
	Mediaani	2,50 %	2,63 %	2,65 %	2,46 %	2,48 %
	Alakvartiili	0,13 %	0,55 %	-1,31 %	0,00 %	0,00 %
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	13,23 %	5,57 %	2,46 %	11,65 %	8,03 %
	Mediaani	0,84 %	-1,27 %	-3,19 %	2,42 %	0,61 %
	Alakvartiili	-13,05 %	-5,07 %	-5,31 %	-8,70 %	-3,09 %

8. Kokonaispääoman tuotto		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	14,55 %	18,45 %	18,73 %	24,85 %	18,95 %
	Mediaani	6,31 %	8,33 %	11,10 %	9,28 %	8,82 %
	Alakvartiili	-2,67 %	-0,29 %	3,61 %	2,68 %	2,12 %
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	19,70 %	16,25 %	26,35 %	25,60 %	14,90 %
	Mediaani	9,88 %	8,66 %	16,90 %	13,10 %	4,49 %
	Alakvartiili	4,10 %	1,51 %	8,85 %	3,58 %	-3,45 %
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	21,10 %	27,90 %	21,40 %	36,10 %	21,60 %
	Mediaani	-0,72 %	15,90 %	12,30 %	22,60 %	14,30 %
	Alakvartiili	-4,74 %	-3,27 %	7,26 %	7,79 %	1,28 %
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	24,10 %	18,90 %	25,00 %	22,00 %	22,30 %
	Mediaani	8,22 %	7,64 %	13,10 %	8,85 %	8,70 %
	Alakvartiili	2,37 %	2,43 %	2,00 %	1,08 %	3,75 %
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	24,25 %	14,08 %	7,81 %	29,88 %	27,25 %
	Mediaani	6,27 %	1,90 %	-1,31 %	6,09 %	3,98 %
	Alakvartiili	-9,30 %	-5,51 %	-3,13 %	-7,48 %	-0,68 %

9. Omavaraisuusaste		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	51,45 %	57,90 %	49,08 %	59,73 %	62,73 %
	Mediaani	28,95 %	26,80 %	29,30 %	28,95 %	42,90 %
	Alakvartiili	11,40 %	13,68 %	17,23 %	12,80 %	16,53 %
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	49,60 %	45,15 %	44,65 %	47,00 %	65,15 %
	Mediaani	31,60 %	27,20 %	28,40 %	31,90 %	41,10 %
	Alakvartiili	19,80 %	16,05 %	17,45 %	14,95 %	14,00 %
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	47,20 %	49,70 %	58,50 %	52,20 %	53,30 %
	Mediaani	32,20 %	31,60 %	26,50 %	39,90 %	35,30 %
	Alakvartiili	0,45 %	7,57 %	11,90 %	20,40 %	11,60 %
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	49,30 %	45,30 %	44,70 %	49,50 %	67,40 %
	Mediaani	27,00 %	26,10 %	24,80 %	25,20 %	37,40 %
	Alakvartiili	8,86 %	7,48 %	5,78 %	12,10 %	23,70 %
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	54,10 %	57,03 %	46,95 %	35,33 %	36,93 %
	Mediaani	26,20 %	18,40 %	23,55 %	20,55 %	21,15 %
	Alakvartiili	1,85 %	8,16 %	19,33 %	11,92 %	9,65 %

10. Suhteellinen velkaantuneisuus		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	59,70 %	54,40 %	47,88 %	39,95 %	37,15 %
	Mediaani	31,75 %	29,95 %	28,85 %	25,55 %	26,40 %
	Alakvartiili	16,33 %	19,35 %	15,33 %	15,10 %	14,73 %
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	46,40 %	46,85 %	45,00 %	46,95 %	45,25 %
	Mediaani	27,40 %	30,00 %	26,80 %	24,60 %	21,20 %
	Alakvartiili	15,80 %	15,20 %	16,10 %	15,25 %	10,45 %
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	35,90 %	48,70 %	47,30 %	39,90 %	54,90 %
	Mediaani	25,90 %	26,70 %	33,30 %	20,10 %	35,10 %
	Alakvartiili	19,80 %	22,00 %	12,50 %	14,10 %	12,50 %
Ulkopuolinen henkilöstöaja N=49	Yläkvartiili	39,50 %	35,70 %	39,30 %	42,90 %	41,40 %
	Mediaani	25,70 %	26,40 %	24,30 %	26,10 %	22,10 %
	Alakvartiili	15,00 %	16,40 %	15,00 %	14,10 %	10,60 %
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	54,20 %	49,63 %	48,48 %	71,83 %	66,13 %
	Mediaani	42,45 %	39,40 %	38,65 %	43,35 %	38,80 %
	Alakvartiili	31,30 %	29,45 %	23,68 %	28,68 %	21,75 %

11. Quick ratio		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	1,4	1,6	1,6	1,5	1,4
	Mediaani	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0
	Alakvartiili	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	1,5	1,5	1,7	1,5	2,1
	Mediaani	1,1	1,0	1,2	0,9	1,0
	Alakvartiili	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	1,4	1,2	1,3	1,1	1,2
	Mediaani	0,5	0,8	0,8	0,9	0,8
	Alakvartiili	0,3	0,6	0,7	0,7	0,4
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	1,8	1,7	1,7	1,7	1,9
	Mediaani	1,1	1,1	1,2	1,1	1,3
	Alakvartiili	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	1,2	1,0	1,4	1,0	1,7
	Mediaani	0,8	0,4	0,9	0,7	0,7
	Alakvartiili	0,4	0,2	0,4	0,2	0,3

12. Current ratio		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	2,1	2,3	2,1	2,3	2,0
	Mediaani	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4
	Alakvartiili	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	2,4	2,7	2,0	2,5	2,9
	Mediaani	1,6	1,6	1,7	1,6	1,5
	Alakvartiili	1,3	1,0	1,2	1,1	0,8
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	1,7	1,7	2,2	2,1	1,9
	Mediaani	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6
	Alakvartiili	0,6	1,1	1,0	1,0	0,7
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	2,1	2,1	2,1	2,5	3,0
	Mediaani	1,5	1,7	1,7	1,6	1,8
	Alakvartiili	1,0	1,1	1,2	1,1	0,9
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	1,9	2,1	1,7	1,6	1,8
	Mediaani	1,2	1,1	1,2	1,3	1,2
	Alakvartiili	1,1	0,8	1,0	1,1	1,0

13. Finnveran risk- ipisteytys		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	75,6	80,0	80,0	80,6	80,0
	Mediaani	62,5	62,5	65,0	65,0	71,3
	Alakvartiili	42,5	41,9	51,3	55,0	51,9
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	81,3	80,0	81,3	83,8	80,0
	Mediaani	65,0	62,5	72,5	62,5	62,5
	Alakvartiili	55,0	55,0	55,0	48,8	42,5
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	72,5	90,0	92,5	90,0	81,0
	Mediaani	62,5	82,5	65,0	72,5	62,5
	Alakvartiili	45,0	45,0	52,5	67,5	40,5
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	80,0	80,0	80,0	80,0	81,0
	Mediaani	62,5	70,0	67,5	70,0	70,0
	Alakvartiili	52,5	50,0	42,5	55,0	60,0
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	80,6	65,6	82,5	84,4	70,6
	Mediaani	48,8	51,3	50,0	55,0	50,0
	Alakvartiili	34,4	40,6	42,5	28,8	42,5

14. Laitisen Z-luku		+3	+2	+1	0v	-1
Sukupolvenvaihdos N=48	Yläkvartiili	55,3	62,5	66,1	66,0	66,5
	Mediaani	35,2	40,3	42,2	41,5	52,8
	Alakvartiili	17,7	18,6	25,8	24,5	26,4
Työntekijät (EBO) N=47	Yläkvartiili	65,2	55,6	59,8	63,1	75,8
	Mediaani	46,7	39,7	46,0	44,8	37,0
	Alakvartiili	28,2	24,6	22,2	23,7	12,7
Toimiva johto (MBO) N=17	Yläkvartiili	42,2	67,8	55,2	66,9	75,1
	Mediaani	33,8	43,6	36,3	50,4	40,3
	Alakvartiili	5,3	9,3	22,4	34,7	33,1
Ulkopuolinen henkilöostaja N=49	Yläkvartiili	61,7	61,7	56,6	66,2	74,8
	Mediaani	43,2	41,9	40,6	42,8	55,3
	Alakvartiili	16,5	19,4	18,4	28,1	38,4
Toinen yritys tai pääomasijoittaja N=8	Yläkvartiili	64,4	46,1	47,9	74,2	71,5
	Mediaani	35,6	22,8	35,7	23,9	24,3
	Alakvartiili	-14,2	12,1	16,6	0,7	5,9